

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Analýza současné finanční a hospodářské krize, příčiny vzniku a následky

Analysis of the Current Financial and Economic Crisis; Its Causes and Consequences

Student: Bc. Marek Bielesch
Vedoucí diplomové práce: Ing. Filipová Lenka, Ph.D.

Ostrava 2011

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci vypracoval samostatně“.

Datum odevzdání diplomové práce: 30. 4. 2011

.....

Bielesch Marek

Obsah

1	Úvod	6
2	Teoretická východiska hospodářských krizí	8
2.1	Typy finančních krizí.....	9
2.2	Příčiny a podněty vzniku finančních krizí	10
2.3	Náklady a dopady finančních krizí	16
2.4	Teoretické modely spekulativních krizí a empirické studie	18
3	Příčiny vzniku současné krize	23
3.1	Éra Alana Greenspana	23
3.2	Greenspanovy bubliny	26
3.3	Příčiny vzniku krize.....	30
4	Důsledky a reakce na krizi, dopad na světovou ekonomiku	42
4.1	Důsledky a reakce na krizi.....	42
4.2	Dopady finanční krize v USA	46
4.3	Dopady finanční krize v EU a České republice	50
4.4	Řešení a opatření k omezení budoucích rizik	54
4.4.1	System včasného varování	54
4.4.2	Rada pro finanční stabilitu	55
4.4.3	Nový dohled v Evropské unii.....	56
4.4.4	Garance depozit.....	57
4.4.5	Regulace ratingových agentur	57
4.4.6	Neregulované trhy	58
4.4.7	Zátěžové testy.....	59
4.4.8	Požadavky na kapitál.....	59
5	Závěr.....	62
	Seznam použité literatury.....	64
	Seznam zkratk	67
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	68

1 Úvod

V posledních dvaceti letech došlo ve světové ekonomice k několika významným krizím (mezi které patří např. evropská krize – rozpad ERM v letech 1992-1993, latinskoamerická „tequila“ krize vyvolaná problémy Mexika v letech 1994 až 1995, asijská krize či ruská nebo lotyšská krize konce devadesátých let či krize v Argentině na začátku nového tisíciletí). Finanční krize se staly „novým“ fenoménem a dostaly se do pozornosti většiny ekonomů. Ne že by byly finanční krize novým jevem, přesto se novodobé finanční krize od těch minulých liší. Finanční inovace a rostoucí globalizace finančních trhů s sebou přinesly vznik nových prvků finanční krize. Těmito prvky jsou nákazové šíření krizí ze země původu do dalších ekonomik a rychlý přenos vedlejších účinků krizí z finančního do reálného sektoru. Finanční trhy jsou důležitou součástí každé vyspělé ekonomiky. Řádně fungující finanční trhy mají pozitivní vliv na vývoj a růst hospodářství. Zabezpečují efektivní financování ekonomiky a umožňují zhodnocení volných finančních prostředků (jak pro podnikatele, občany, investory, banky, stát). S rostoucím významem finančních trhů jsou ale spojeny vyšší rizika v případě jejich výkyvů. V minulosti se již potvrdilo, že problémy na finančních trzích mají vliv na celou ekonomiku, což i současná finanční krize jednoznačně potvrdila.

Pojem krize se stal po vypuknutí hypotečního kolapsu ve Spojených státech nepostradatelnou součástí našeho slovníku. Toto téma je stále velmi aktuální. Setkáváme se s ním téměř všude. Nebude tomu jinak i v této práci. Tématem diplomové práce je analýza současné finanční a hospodářské krize, příčiny vzniku a její následky. Cílem diplomové práce je rozbor a analýza skutečných příčin vzniku současné (potažmo obecně) finanční a hospodářské krize, jejich dopadů, přijatých opatření a východisek k omezení budoucích rizik. Jen za předpokladu správného definování skutečných příčin současných problémů lze navrhnout řešení, která povedou k nápravě.

Diplomová práce je rozdělena do několika částí (kapitol), přičemž první a poslední představuje úvod, respektive závěr. Druhá (metodologická) kapitola je zaměřena na teoretická východiska hospodářských krizí – tzn. definování finančních krizí, jejich rozdělení dle typu, rozbor příčin a indikátorů vedoucích k vzniku krize a rovněž dopady a náklady související s krizí. V závěru kapitoly se čtenář blíže seznámí s oblastí empirických studií a teoretických modelů spekulativních krizí, které se rovněž zabývají indikátory a příčinami vzniku krizí.

Třetí kapitola je již věnována současné finanční krizi, konkrétně je to analýza příčin vzniku krize. První část je zaměřena na to, co vedlo ke splasknutí hypoteční bubliny v USA, která posléze odstartovala celosvětovou krizi. Toto období se označuje jako tzv. éra Alana Greenspana. V druhé části se čtenář blíže seznámí s tzv. Greenspanovými bublinami, ke kterým došlo během 90. let a na přelomu století. Třetí podkapitola této části je zaměřena na definování hlavních faktorů vzniku současné finanční krize a jejich rozbor.

Poslední kapitola diplomové práce je zaměřena na rozbor dopadů a reakcí hospodářsko-politických autorit spojených s jejím řešením – tzn., jak se finanční krize přenesla ze Spojených států dále do světa, dopady v USA, jak zasáhla evropský kontinent, zejména Českou republiku a její ekonomiku. V neposlední řadě také zhodnocení návrhů a opatření k omezení budoucích rizik vzniku finančních krizí.

2 Teoretická východiska hospodářských krizí

Existuje celá řada definic krizí, popřípadě finančních krizí a jiných, uvedu některé z vybraných, které dle mého názoru nejlépe vystihují podstatu tématu:

- Krize – kontrakce, recese, deprese, tzn. sestupná fáze hospodářského cyklu, která může zasáhnout ekonomiku dané země nebo jen část ekonomiky. Obecně je to negativní projev, který škodí ekonomice.
- Finanční krize je rozpad finančního systému, který zapříčiňuje takový růst nepříznivého výběru a morálního hazardu ve finančních trzích, že trhy již nejsou schopny účinně alokovat fondy střadatelů lidem s produktivními investičními možnostmi.¹
- Podle Mezinárodního Měnového fondu je finanční krize charakterizována jako potenciálně těžké rozpady finančních trhů, které při zhoršení schopnosti trhů efektivně fungovat, mohou mít nepříznivé efekty na reálnou ekonomiku. S větší pravděpodobností nastávají v režimu plovoucích kurzů než v režimu pevných kurzů neboť v režimu fixního kurzu centrální banka intervenuje ve prospěch daného kurzu. Naopak v režimu volně plovoucím může dojít k spekulativním útokům na měnu.²
- Metafor při své definici využívá například kalifornský profesor ekonomie Barry J. Eichengreen. Krize jsou pro finanční systém totéž, co infarkt pro kardiovaskulární systém. Nejdůležitější orgány začnou fungovat nevypočitatelně, v extrémních případech selžou úplně. Díky tomu se ve zbytku organismu přeruší oběh krve, v případě finančního systému se jedná o úvěry. Pokud je atak méně závažný a pacient zdravý, může se plně zotavit. Atak v tomto případě znamená hlavně signál, že je třeba změnit životní styl. Prudký záchvat si však může vyžádat mnohem vážnější zásahy. V případě finančního systému může dojít k devalvaci měny nebo restrukturalizaci dluhu.³

1 MISHKIN, F.. *Financial Markets and Institutions*. [online]. 2000. [cit. 9. 1. 2011]. Dostupný z WWW:<<http://www.amazon.com/Financial-Markets-Institutions-Frederic-Mishkin/dp/0321280296>>.

² HELÍSEK, M. *Měnová krize (empirie a teorie)*. s. 12

³ EICHENGREEN, B. *Financial crises: and what to do about them*. [online]. 2002. [cit. 10. 1. 2011]. Dostupný z WWW:<<http://www.amazon.com/Financial-Crises-What-About-Them/dp/0199257442>>.

2.1 Typy finančních krizí

Finanční krize nejsou homogenním fenoménem. Lze je rozdělit do několika kategorií. Odborná literatura nejčastěji uvádí 3 nebo 4 typy finančních krizí. Jsou to tyto:

- měnová krize,
- bankovní krize
- dluhová krize a
- systémové krize.

Měnovou krizi doprovázejí spekulativní útoky na měnový kurz, který se projeví skokovou devalvací nebo značným znehodnocením či rozsáhlými intervencemi autorit, které jsou zaměřené na omezení krizových tendencí (např. značné vydávání devizových rezerv, zvýšení úrokových sazeb).⁴

Bankovní krize je charakterizována hrozbou úpadku bank, které vedou k omezení směnitelnosti měny nebo k zásahu autorit ve formě finanční pomoci. Finanční pomoc by úpadkům bank měla zabránit.⁵

O *dlužnickou krizi* se jedná v případě, že země již není schopna splácet svůj veřejný či soukromý dluh.⁶

Potencionálně vážné rozpady finančních trhů, které s sebou přináší poškození tržní schopnosti efektivně fungovat a mohou tak mít obrovské nepříznivé dopady na celou ekonomiku země, je jedna z definic *systémové krize*.⁷

Mezi jednotlivými typy finančních krizí lze najít určité souvislosti, např. že jedna krize může přejít ve druhou, měnové krize jsou rychlejší a často předchází krize bankovní, anebo že bankovní krize jsou delší a nákladnější než měnové, protože zasáhnou větší část ekonomiky. V období vzniku a vypuknutí krize často dochází k proplétání a překrývání jednotlivých typů krize. Proto je velmi obtížné přesné a jednoznačné segmentování finanční krize. Jednotlivé typy finančních krizí se mohou vyskytovat izolovaně nebo simultánně. Evropská krize ERM v letech 1992-1993 byla pouze krizí měnovou, krize některých asijských ekonomik byla krizí

⁴ HELÍSEK, M. *Měnová krize (empirie a teorie)*. s. 11

⁵ HLAVÁČEK, K. *Typologie a příčiny finančních krizí*. [online]. 2000. [cit. 9. 1. 2011]. Dostupný z WWW:<<http://www.ekf.vsb.cz/cs/index.html> >.

⁶ tamtéž

⁷ tamtéž

měnovou a bankovní, všechny tři typy krizí (tedy měnová, bankovní i dlužnická) se objevily v Rusku nebo Indonésii. Krize v České republice v roce 1997 byla měnovou a bankovní.⁸

2.2 Příčiny a podněty vzniku finančních krizí

Všechny výše uvedené typy finančních krizí mohou mít ve skutečnosti mnoho společných příčin a vzájemně se prolínat. Například vytváření neudržitelných ekonomických nerovnováh či nadhodnocení cen aktiv nebo devizového kurzu. S tím může posléze souviset pokroucený finanční sektor doplněný o strukturální strnulost. Je třeba zmínit, že ne všechny korekce ekonomických nerovnováh musí vyvolat krizi. Důležitou roli zde hraje důvěryhodnost politiky opravující vzniklé nerovnováhy a rovněž mohutnost finančního systému dané země. Tyto faktory mají rozhodující vliv na náchylnost ekonomiky ke krizi. Přičemž krize mohou být považovány za následek finančních nebo ekonomických poruch, doprovázené vysokým stupněm citlivosti v ekonomice.⁹

Mezi příčiny a podněty vzniku jednotlivých finančních krizí lze zařadit tyto:

- neudržitelná makroekonomická politika (doprovázená úvěrovou expanzí),
- nepříznivý vývoj externích podmínek (směnné poměry, úrokové sazby aj.),
- skladba přílivu kapitálu,
- nadměrně rizikové chování firemního a bankovního sektoru,
- nestabilní finanční systém,
- nadměrná finanční liberalizace,
- splasknutí cenové bubliny,
- selhání trhu,
- institucionální nedokonalost ekonomiky,
- krize vyvolaná hospodářskými cykly a strukturálními problémy,
- finanční panika (nákaza) na světových trzích,
- globalizace,
- krize vyvolaná skupinou faktorů,
- bezprostřední příčiny – události a zprávy, které mohou spustit finanční krizi,

⁸ HLAVÁČEK, K. *Typologie a příčiny finančních krizí*. [online]. 2000. [cit. 9. 1. 2011]. Dostupný z WWW:<<http://www.ekf.vsb.cz/cs/index.html> >.

⁹ tamtéž

- nesladěný reálný kurz a jiné.¹⁰

Základním stavebním kamenem mnoha finančních krizí bývá častokrát *makroekonomická nestabilita*. Výsledkem je tvorba tzv. „úvěrových boomů“ (lending booms)¹¹, nadměrné zadluženosti v ekonomice (akumulaci dluhů), dále dochází k přílišným investicím do nemovitostí, jejichž výsledkem je porušení rovnováhy na trhu aktiv (vznik bublin na trzích aktiv) a ceny nemovitostí neudržitelně rostou. V této situaci se nabízí eventuální přiškrcení politik, které sice udrží na uzdě inflaci, napraví vnější nerovnováhu či upraví ceny aktiv, nicméně povede ke zpomalení ekonomické aktivity, zhoršení finanční situace ekonomických subjektů (potíže se splacením dluhů). Rostoucí podíl nevratných půjček nakonec ohrožuje solventnost bank. V mnoha zemích Latinské Ameriky a jiných rozvíjejících se zemích hrály makroekonomické faktory důležitou roli při vytváření náchylnosti finančního sektoru ke krizi. Makroekonomická nestabilita byla důležitým faktorem i v bankovních krizích ve vyspělých ekonomikách (nemluvě o hypoteční krizi v USA, ale o té více v další kapitole).¹²

Další, neméně důležitou a významnou úlohu sehrává *vývoj externích podmínek ve světové ekonomice*. Mezi nejdůležitější patří změny směnných poměrů a světových úrokových sazeb. Například neočekávané zhoršení směnných poměrů (ve formě snížení vývozních cen) může mít za následek neschopnost části domácích firem splácet svůj dluh, což se projeví ve zhoršení kvality bankovních portfolií. Pohyby úrokových sazeb klíčových světových měn (americký dolar, který je stále považován za světovou měnu číslo jedna, druhou měnou je euro, poté japonský jen, švýcarský frank a britská libra) s rostoucí integrací mezinárodních kapitálových trhů a globalizací investování nabývají stále na větší důležitosti vzhledem k rozvíjejícím se ekonomikám. Příkladem může být situace v průmyslových zemích, kde dochází k dlouhodobému poklesu úrokových sazeb, který vede k prudkému přílivu kapitálu do rozvíjejících se ekonomik, protože zde investoři očekávají a hledají vyšší výnosy. Pokud ovšem nastane situace zpětného růstu světových úrokových sazeb, může dojít ke zpomalení přílivu či dokonce čistému odlivu zahraničního kapitálu z rozvojových zemí a to jen podpoří nestabilitu finančního systému.

¹⁰ FRAIT, J.; KOMÁREK, L.; *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*. (1999)

MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech* (2004)

HLAVÁČEK, K. *Typologie a příčiny finančních krizí*.

¹¹ Lending booms mohou oslabit bankovní systém díky růstu poměru špatných úvěrů ve vztahu s aktivy bank. Centrální banky za této situace nebudou chtít zvyšovat úrokové sazby, protože by to mohlo bankovní sektor ještě více poškodit a rozhodit. Toto si investoři uvědomují, a proto je v takové situaci zvýšená pravděpodobnost spekulativního útoku.

¹² FRAIT, J.; KOMÁREK, L. (1999)

Třetím významným faktorem pro vznik finanční krize (zejména měnové) je *skladba přílivu kapitálu*. Například v krizích v Mexiku a Thajsku v 90. letech, hrála snaha financovat krátkodobým kapitálem rozsáhlý deficit běžného účtu platební bilance klíčovou roli. Přímé zahraniční investice jsou doporučovány jako mnohem bezpečnější a stabilnější způsob jak financovat rozvoj země než pomocí úvěrových přílivů. Protože vlastnictví a kontrola nad podniky, jejich vybavením či infrastrukturou a tím pádem i zisky, je označováno jako prorůstový motor ekonomiky. Oproti tomu krátkodobé zahraniční úvěry financují spíše spotřebu.¹³

Nesladěná měnová skladba bilancí bank a firem spojená s problematicky aplikovaným kurzovým režimem (nepružným devizovým kurzem) je další běžnou příčinou vyvolávající náchylnost ke vzniku finančních krizí. Ekonomické subjekty časem stále více spoléhají na stabilní devizový kurz a začnou ignorovat kurzové riziko. Za tohoto stavu země kumulují krátkodobé dluhy, dluhy s plovoucí úrokovou sazbou, dluhy denominované v zahraničních měnách či zahraniční dluhy zprostředkované domácím finančním sektorem. Je-li země vystavena interním či externím šokům, pravděpodobnost náchylnosti ke krizi se zvyšuje.¹⁴

Dalším faktorem je rovněž *nestabilita domácího finančního systému*. Tato nestabilita vzniká v zemích s rychlou liberalizací finančního trhu bez zavedení dostatečně účinného dohledu a regulace nebo za situace, kdy se vláda zaručí (ať už explicitně či implicitně) za dluhy finančního či firemního sektoru. V druhém případě hovoříme o morálním hazardu (záruky vlády, centrální banky nebo Mezinárodního měnového fondu).¹⁵

Někteří ekonomové vidí jako možnou příčinu vzniku finanční krize *nadměrnou finanční liberalizací*. Finanční krize se může vyskytnout v období, které následuje po realizaci rozsáhlých finančních liberalizačních programů. Poté následuje bankovní krize, která je následována krizí měnovou. Protože liberalizovaný finanční systém je charakteristický odstraňováním omezení aktivit bank a ostatních finančních institucí při poskytování finančních služeb, zrušením administrativních regulačních nástrojů. To jen podněcuje nebezpečné chování bank a finančních institucí, které jsou vystaveny novým a neznámým rizikům. Pokud navíc ještě dojde k liberalizaci kapitálového účtu platební bilance, v kombinaci s pevným měnovým kursem, jsou vytvořeny optimální podmínky pro výskyt finanční krize. Banky díky přílivu krátkodobého a spekulativního kapitálu mohou

¹³ FRAIT, J.; KOMÁREK, L. (1999)

¹⁴ tamtéž

¹⁵ tamtéž

uskutečňovat expanzivní úvěrovou politiku. Nezkušené banky nejsou schopny přiměřeně řídit úvěrová rizika a efektivně tak alokovat finanční zdroje. Bankovní systém se postupně dostane do pastí, kterou chtě nechtě časem investoři rozpoznají a dojde tak k odlivu zahraničního portfoliového kapitálu, což vyvolá devizovou (měnovou krizi), reálné znehodnocení domácí měny, platební neschopnost nefinančních firem, zhoršení kvality aktiv bank a vše vede k finanční krizi.¹⁶

Splasknutí cenové bubliny je také jednou z možných příčin vzniku finanční krize. Cenová bublina vzniká za situace, kdy investoři nakupují aktiva za vyšší ceny, než jsou jejich skutečné hodnoty a očekávají budoucí zisky z těchto, již nadhodnocených nákupů. Hovoříme o hypotéze tzv. „většího pitomce“, kdy investoři věří, že takto nakoupené nadhodnocené instrumenty později prodají. Jsou přesvědčeni, že se vždy najde na trhu někdo, kdo bude ochoten odkoupit aktiva za ještě vyšší tržní ceny. Splasknutí cenové bubliny je sice neočekávané, nicméně ne až tak nepředvídatelné, protože tržní účastníci si tuto možnost splasknutí uvědomují, ale častokrát se podle toho nechovají. Dojde-li k splasknutí cenové bubliny aktiv (např. zlata, nemovitostí, akcií, hypoték), následuje prudký pokles hodnoty těchto aktiv a finanční krize je jen dalším krokem v pořadí.¹⁷

Existuje poměrně silná skupina ekonomů (Krugman, Mishkin, Romer), kteří spatřují možné příčiny vzniku finančních krizí v *tržním selhání finančního systému*. Tržní mechanismus nefunguje v této části ekonomiky optimálně, ale je náchylný k tržnímu selhání. To se projevuje především výskytem informační asymetrie. Pro efektivní fungování finančních trhů je důležitá dokonalá informovanost všech účastníků. Pokud však různí účastníci mají k dispozici více či méně úplné soubory informací nebo mají odlišnou schopnost tyto informace vyhodnotit, dochází k selhávání trhu. Protože úplné informace jsou rozhodujícím předpokladem efektivní alokace úspor ve finančním systému. Informační asymetrie se na finančních trzích vyskytuje ve formě nepříznivého výběru (méně kvalitní subjekty se účastní finančních operací častěji a více než subjekty bonitní) nebo morálním hazardem (subjekty využívají informační výhodu na finančních trzích v podobě maximalizace svého užitku na úkor neinformovaných subjektů a navíc za toto chování nenesou plné následky). Například Paul Krugman vysvětluje příčinu vzniku asijské krize v selhání trhu, kdy byla nadměrná spekulace bank, spojená s odcizováním depozit umožněna díky tomu, že banky měly přístup

¹⁶ MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. [online]. 2004. [cit. 16. 1. 2011]. Dostupný z WWW:< http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>.

¹⁷ tamtéž

k zahraničním a tuzemským vkladům na základě státní garance těchto depozit a dostáváme se tak morálnímu hazardu bank.¹⁸

Oblast *institucionální nedokonalosti ekonomického systému* je jednou z dalších možných příčin vzniku krize. V této souvislosti je např. důležité sledovat vztah mezi ochranou práv vnějších investorů, tzv. „kamarádkým“ kapitalismem a možnými finančními krizemi. Existuje přímá souvislost mezi ochranou vnějších a výskytem finančních krizí. Tato nedostatečná ochrana, v kombinaci s nepříznivým kursotvorným očekáváním, způsobuje masivní výprodej finančních instrumentů vnějšími investory, což má za následek zhroucení tržních cen investičních instrumentů a posléze problémy finančních a investičních zprostředkovatelů, což může mít za následek vypuknutí krize. Klíčovým mechanismem ochrany vnějších investorů je právní systém (právní normy a jejich vynucování) a jeho rozvinutost v dané ekonomice. Rovněž tzv. „kamarádký“ kapitalismus má vliv na finanční trhy. Státní garance na základě přátelských vztahů mezi státními institucemi a finančními firmami výrazně omezuje výkonnost správy podniků, ale hlavně přispívá k alokační neefektivnosti. Alokace peněžních prostředků se tak uskutečňuje především na základě kamarádkého principu namísto principu ziskovosti a návratnosti. „Kamarádká“ úvěrová politika bank a jejich neúčinná regulace se projeví v kvalitě jejich úvěrového portfolia, jenž se stále snižuje, což může v nejhorším případě vést k vyústění krize.¹⁹

Dalším bodem je krize *vyvolaná hospodářskými cykly a strukturálními problémy ekonomiky*. Kolísání reálného výstupu je jedním z hlavní faktorů ovlivňující zdraví finančního systému. Dlouhodobý ekonomický vývoj probíhá v hospodářských cyklech (recese, sedlo, expanze a vrchol). Např. v období recese obvykle značně klesne poptávka po dlouhodobých statcích domácí spotřeby, zvyšují se tak jejich zásoby a producenti jsou nuceni snížit jejich produkci, což má za následek pokles reálného výstupu ekonomiky, firmy omezují své investice, čímž klesá poptávka po úvěrech, firmy začnou propouštět zaměstnance, zvýší se nezaměstnanost, s poklesem reálného výstupu souvisí snížení poptávky po komoditách a surovinách, následně dojde k poklesu jejich cen, poklesu podnikových zisků, platební schopnosti podniků, klesá hodnota bankovních úvěrů, banky upadají do ztrát a zvyšuje se zranitelnost celého bankovního systému. Hluboká (dlouhodobá) recese, která s sebou přináší pokles reálného výstupu ekonomiky země, velkým počtem bankrotů, tak může být jednou z bezprostředních

¹⁸ MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. [online]. 2004. [cit. 16. 1. 2011]. Dostupný z WWW:< http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>.

¹⁹ tamtéž

příčin finanční krize. Strukturální (odvětvové) problémy ekonomiky také mohou přispět ke vzniku krize. Nedostatečná odvětvová diverzifikace ekonomiky vede k zániku odvětví, které může vyvolat odvětvovou krizi a posléze se přenést do krize finanční.²⁰

Finanční *panika na světových trzích* nejednou ukázala svou sílu a vyvolala vlnu neblahých událostí. Banka zajišťuje svým klientům požadovanou likviditu, ale je zranitelná v případě, kdy velká část vkladatelů požaduje okamžitý (předčasný) výběr svých peněžních prostředků. Neočekávané hospodářské výsledky, negativní vládní prognóza, světová událost – v podstatě cokoliv může vyvolat run na banky.²¹ Důležitou roli hraje obava individuálních vkladatelů, že ostatní klienti budou také předčasně vybírat své peněžní prostředky. Dojde tak k masivnímu výběru depozit a prodeji finančních aktiv, protože všichni se obávají, že každý udělá to samé. Vzniklá finanční panika způsobuje významné ekonomické ztráty (např. pozastavení či předčasné ukončení investičních projektů firem, platební neschopnost).

Rovněž postupná celosvětová *globalizace* s sebou přináší nejen pozitiva, ale i negativa, která mohou přispět k urychlení přenosu finančních krizí. Primární příčiny vzniku finančních krizí je třeba hledat jinde, ale v důsledku globalizace však může dojít k situaci, kdy se finanční krize přelije (například kursovým kanálem) i do fundamentálně zdravých ekonomik, které pak nejsou schopny odliv kapitálu zastavit a jsou tak vystaveny riziku finanční krize. Tento fakt je dán obrovskou silou investorů a „efektivností“ finančních trhů, které mají tendenci řešit nárůst nerovnováh skokově, což má většinou velmi bolestné následky. Ukázkový je v tomto případě tzv. stádní přístup investorů.²²

Důležité je rovněž uvést fakt, že finanční krize nejsou vyvolány jedním nebo popřípadě několika málo faktory, ale celou *skupinou příčin*. Ty se navzájem doplňují a vyvolávají další a další. V ekonomii má každá událost své následky a důsledky.

V odborné literatuře se můžeme setkat s dalšími 3 druhy příčin (efekty), proč vznikají finančních krize.:

- Krize mohou vznikat ze stejných (totožných) příčin. Například změna směnných poměrů nebo světových úrokových sazeb, která zasáhne skupinu rozvíjejících se ekonomik. Jedná se o tzv. monsunové efekty (monsoonal effects).

²⁰ MUSÍLEK, P. *Analýza příčin a důsledků české finanční krize v 90. letech*. [online]. 2004. [cit. 16. 1. 2011]. Dostupný z WWW:< http://nb.vse.cz/kbp/TEXT/Grant_krize_1a.pdf>.

²¹ Run na banku je hromadné vybírání vkladů věřiteli, kteří se obávají budoucí insolvence banky. Paradoxně svých chováním jen urychlí krizi banky a mohou být hlavní příčinou jejího bankrotu.

²² tamtéž

- Krize v jedné zemi může ovlivnit základní makroekonomické veličiny v zemi druhé. Např. země jsou silně propojeny vzájemným obchodem (Česko s Německem). Zde se jedná o tzv. efekt přenosu (spillover effects). S tímto efektem je spojena asijská krize.
- Krize v jedné zemi vede investory k přehodnocení fundamentálních determinant v jiných zemích, i když se tyto determinanty nijak objektivně nezměnily. V tomto případě hovoříme o efektu nákazy nebo čisté nákaze („contagion effects“, „pure contagion“). Mnohdy jde pouze o stádní chování investorů (vycházející z „bandwagon“ efektu), které je zapříčiněno asymetrickými či neúplnými informacemi finančních investorů.²³

2.3 Náklady a dopady finančních krizí

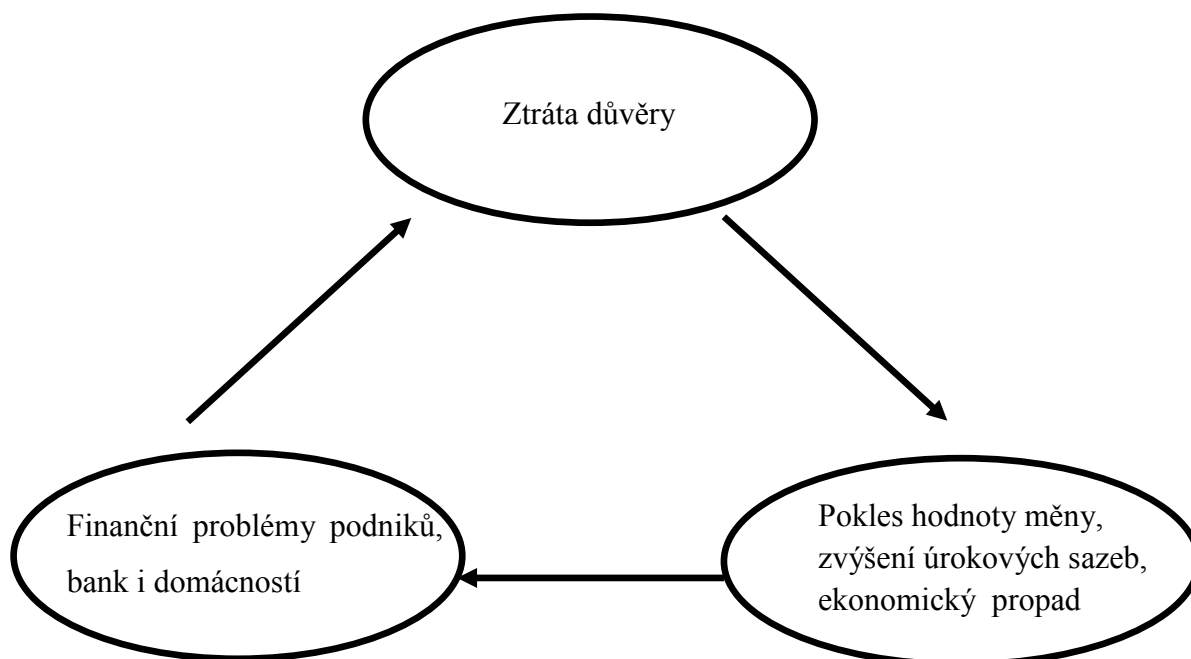
Rovněž je důležité neopomenout popsat, kromě příčin vzniku, možné dopady a náklady, které s sebou jednotlivé finanční krize přinášejí. Důsledky finančních krizí lze obecně rozdělit do 3 skupin, jsou to následující:

- hospodářské,
- politické a
- sociální.

Důsledky finanční krize jsou v první řadě *hospodářské*. Tyto důsledky se projevují např. ztrátou výstupu ekonomiky, špatnou alokací a nevyužívání potenciálních zdrojů, vznikem fiskálních (státní sanace) a jiných výdajů na nápravu (podporu) upadající ekonomiky, náklady na zabránění přenosu krize do jiných zemí, sestupem cen aktiv a úpadky finančních a nefinančních institucí, nárůstem nezaměstnanosti, zvýšením zadluženosti země, růstem cen, zpomalením hospodářského a ekonomického růstu a jiné. V této souvislosti vzniká proces, jenž lze označit jako tzv. začarovaný kruh finanční krize. Tuto situaci znázorňuje obrázek 2.3.1.

²³ HLAVÁČEK, K. *Typologie a příčiny finančních krizí*. [online]. 2000. [cit. 9. 1. 2011]. Dostupný z WWW:<<http://www.ekf.vsb.cz/cs/index.html>>.

Obrázek 2.3.1: Začarovaný kruh finanční krize



Zdroj: Krugman, P., *Návrat ekonomické krize*. 2009, s. 82, vlastní zpracování

Například pokles důvěry v měnu a ekonomiku dané země dokáže přimět domácí i zahraniční investory k tomu, že postupně začnou ze země stahovat peníze a investice. Za situace, kdy centrální banka už nemůže uměle udržovat kurz své měny intervenčními nákupy na devizovém trhu, je nucena zvýšit úrokové sazby. Pokles hodnoty měny, tak i zvýšení úrokových sazeb však s sebou přináší problémy ekonomickým subjektům (jak finančním institucím, tak i ostatním společnostem). Kombinace zvýšených úrokových sazeb a problematické platební bilance při existenci bankovního systému, který není schopen poskytnout ani ty nejbezpečnější úvěry, má za následek stav, kdy jsou podniky nuceny značně eliminovat své výdaje, což vyvolá recesi, která ještě zhorší vyhlídku budoucích zisků i platebních bilancí. Tyto faktory nevyhnutelně dál snižují důvěru v ekonomiku a ta se stále více a více propadá a je tzv. v „kruhu finanční krize“.

Další oblastí dopadu finanční krize může být dopad *politický*. Vzniklá krize vytváří nestabilitu nejen ve společnosti, ale i na zákonodárné a výkonné úrovni. Především se jedná o diskusi spojenou s eventuálními způsoby řešení vzniklé krize. Dále např. krize vyvolává nepokoje, podporuje extrémistická hnutí (rozvoj fašismu v Německu a dalších zemích ve třicátých

letech minulého století). Nicméně i v současnosti získávají oproti minulým létům stále větší společenský význam radikální skupiny.

Okrajovou skupinu tvoří dopady *sociální*. Ty se mohou projevit např. vyšší rozvodovostí, růstem alkoholismu, depresí nebo sebevražd. Tyto dopady sice nejsou předmětem studie této práce, ale také hrají důležitou roli v každodenním životě.

Kromě negativních dopadů s sebou může finanční krize i jistá pozitiva. Je jasné, že negativní dopady převažují. Základním pozitivem je tzv. očistění trhu, v jehož rámci se trh zbaví špatných a nepřehledných produktů, které se podílejí na tvorbě bublin. Dále se srovnají ceny, které bývají před začátkem finanční krize zpravidla nepřiměřeně vysoké a úrokové míry. Pozitivem je i fakt, že za kritického stavu na trhu přežijí ti nejsilnější a slabší odpadnou. Nicméně ochota jednotlivých států nechávat nevýdělečné společnosti bankrotovat je prozatím minimální a převažují masivní státní dotace a poskytnutí úvěru upadajícím společnostem.

2.4 Teoretické modely spekulativních krizí a empirické studie

Jak empirické studie, tak i teoretické modely spekulativních krizí reagovaly na vývoj ve světové ekonomice. Cílem bylo poukázat na příčiny, zdroje a indikátory krizí a posléze poskytnout závěry pro hospodářsko-politická opatření jednotlivých vlád či nadnárodním organizacím.

První generace modelů se objevila v 80. letech 20. století jako reakce na latinskoamerickou krizi. Spekulativní útoky vznikají jako následek chybné makroekonomické politiky vlády, důsledkem čehož se fundamentální faktory vyvíjejí nekonsistentně vzhledem k udržované fixní kurzové paritě. Za primární zdroj vzniku krize je v modelech označována nadměrná úvěrová křea. Vzniká ze dvou důvodů, buďto měnovým financováním deficitu státního rozpočtu nebo financováním konsolidace bankovního sektoru, který je ve ztrátě. Což má za následek postupný pokles devizových rezerv a následně ke spekulativnímu útoku. Centrální banka posléze musí opustit režim fixního kurzu nebo devalvovat svou měnu. Mezi indikátory nadcházející krize patří:

- nadměrná tvorba domácích úvěrů,
- prudký pokles devizových rezerv,
- prohlubující se deficit státního rozpočtu,
- problémy v bankovním sektoru,

- reálné zhodnocení měny a zhoršování obchodní bilance.²⁴

Implikace pro hospodářsko-politické autority, vycházející z těchto modelů, je zejména prosazování konsistentní makroekonomické politiky, tzn. např. příliš se nezadlužovat, neudržovat nadhodnocenou měnu, sladit cíle fiskální a monetární politiky.

Druhá generace modelů reagovala na krizi ERM v letech 1992-1993. Podstatou byla myšlenka, že pravděpodobnost vzniku spekulativního útoku je závislá na tom, do jaké míry je udržovaná kurzová parita kompatibilní s celou skupinou současných i budoucích politik. Předpokladem modelu byl vznik spekulativního útoku i za situace zdravého vývoje ekonomiky, který vyžaduje jen malou korekci. Pokud se tato korekce stane obecně sdílenou, model předpokládal možnost spekulantského útoku (např. když se domnívají, že centrální autority nebudou při útoky na stanovené kurzové paritě trvat, protože její obrana by významně zatížila domácí sektor, firmy, banky, růst nezaměstnanosti – v důsledku růstu úrokových sazeb). Proto je pro centrální autority lepší za situace očekávané devalvace opravdu devalvovat. V tomto případě se jedná o tzv. seberealizující se (self-fulfilling) spekulativních útocích.

V podstatě jde o to, že nezáleží jen na fundamentálních faktorech (jako tomu bylo u modelu první generace), ale i na reakci centrálních autorit na potencionální reakce trhu, zda jej budou řešit či nikoliv. Mezi indikátory nadcházející krize mohou patřit další indikátory, jako např.:

- mezera výstupu (rozdíl mezi potenciálním a skutečným výstupem ekonomiky),
- míra nezaměstnanosti,
- úrokový diferenciál (rozdíl mezi zahraniční a domácí sazbou),
- stav bankovního sektoru.²⁵

Z modelů vyplývá, že rozpoznání či možnost předčasného předvídání potencionálních krizí je značně omezena.

Třetí skupina modelů již není označována jako třetí generace, ale jedná se o tzv. *modely nákazy* (contagions models). Podstatou těchto modelů je, že hledají příčiny krize domácí ekonomiky v jiných zemích. Zpravidla se jedná se podobné země, které mají totožné problémy – tento předpoklad ovšem neplatí vždy. Podstatou je možnost přenosu spekulativního útoku z jedné země do země druhé, a to za předpokladu, že:

- její devizové rezervy jsou nedostatečné,

²⁴ FRAIT, J.; KOMÁREK, L. *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*. s. 42

²⁵ tamtéž

- investoři nejsou schopni obě země od sebe odlišit,
- devalvace v první zemi ohrozí druhou zemi tak významně, že je i druhá země nucena chtít nechtít také devalvovat.²⁶

Nákazové krize lze rozdělit na 2 typy (podle toho jaký je fundamentální stav napadené ekonomiky):

- odůvodněné – v případě, že se krize rozšíří na zemi s podobnou makroekonomickou politikou či ekonomickou strukturou,
- neodůvodněné – naopak v případě, že se krize rozšíří do země, kde neexistuje žádný důvod ke vzniku krize.²⁷

Poslední, čtvrtou skupinu modelů tvoří tzv. *modely paniky*. Tyto modely byly inspirovány především mexickou krizí v letech 1994-1995 a následná asijská krize (1997) většinu předpokladů jen potvrdila. Modely paniky zkoumají krize ve fundamentálně zdravých ekonomikách. Krize jsou důsledkem nových charakteristik globálních finančních trhů. Změny mezinárodních finančních toků, křehkost bankovních systémů či reakce tvůrců hospodářské politiky v počátcích spekulativních útoků značně přispívají k náhlým a prudkým výkyvům měnových kurzů. Ty mají poté za následek finanční paniku, která se projeví na trzích aktiv, kde dochází ke krachům. Za iniciátory paniky lze označit globální investory (např. hedgeové fondy²⁸), kteří se stávají stále citlivější na nové informace. Při negativních informacích nebo dojde-li k chybnému chování tvůrců hospodářské politiky (např. devalvovat předčasně) může tato situace vyvolat paniku, kde se investoři začnou chovat jako „stádo“. Například nedostatečná informovanost může mít za následek (i při malé změně v očekávané výnosnosti finančních aktiv) hromadný (stádní) útěk od domácích aktiv.²⁹

Dalším přístupem jak sledovat finanční krize jsou *empirické studie*, které spočívají v hodnocení skupiny makroekonomických a finančních ukazatelů. Některé z těchto ukazatelů (např. hospodářský růst, exportní dynamika, míra investic) mohou naznačovat míru schopnosti země generovat budoucí obchodní přebytky ke splácení zahraničního dluhu. Další indikátory (např. vývoj burzovních indexů, tempo růstu úvěru soukromého sektoru a rozsah špatných úvěrů) ukazují, zda je chování soukromých subjektů v souladu s daným

²⁶ FRAIT, J.; KOMÁREK, L. *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*. s. 43

²⁷ tamtéž

²⁸ Zajišťovací (hedge) fondy jsou fondy podléhající velmi malým nebo žádným zákonným a dalším omezením co do zásad investování. Jejich cílem je využívat veškeré formy investic ke zvýšení svého kapitálu prostřednictvím alternativních a někdy i neprůhledných investičních strategií.

²⁹ tamtéž

rozpočtovým omezením a do jaké míry je alokační mechanismus efektivní. Měnově – finanční indikátory (např. skladba zahraničního dluhu, poměr peněžní zásoby, poměr krátkodobých zahraničních aktiv a pasiv) mohou poukazovat na vysokou náchylnost k náhlé změně nálady investorů. Například empirická studie Kaminski, Lizondo a Reinhart se zabývá vytvořením tzv. systému včasného varování, který by zahrnoval velké množství proměnných a pomohl by krizi (v tomto případě měnovou) odvrátit. Autoři ve své studii popsali skupinu 103 indikátorů měnových krizí, které rozdělili do 10 skupin. Bylo měřeno, jak často dávají indikátory správné signály při překročení prahových hodnot – tj. jak často byl signál možné krize tou skutečnou následován v nejbližších 2 letech.

Indikátory, které se v historii ukázaly jako nejspolehlivější: růst exportů, ukazatel poměru M2 / mezinárodní rezervy, přebytek M1, růst objemu domácích úvěrů k HDP, reálný směnný kurz a zásah do obchodních podmínek.³⁰

³⁰ FRAIT, J.; KOMÁREK, L. (1999)

Tabulka. 2.4.1 Indikátory měnové krize dle Kaminski, Lizondo a Reinhart

Kapitálový účet	Domácí makroukazatelé
devizové rezervy	inflace
krátkodobé kapitálové toky	růst HDP
přímé zahraniční investice	mezera HDP
bilance kapitálového účtu	Mezinárodní proměnné
reálný úrokový diferenciál	světové úrokové sazby
Dluhový profil	růst HDP v zahraničí
zahraniční pomoc	zahraniční cenová hladina
zahraniční dluh	Ukazatele finanční liberalizace
veřejný dluh	reálné úrokové sazby
Běžný účet	úroková marže
odchylka reálného kurzu od trendu	změna peněžního multiplikátoru
bilance běžného účtu	Ostatní finanční ukazatele
obchodní bilance	změna stavu bankovních depozit
růst exportu	kursová parita
růst importu	pozice kurzu uvnitř cílového pásma
Fiskální proměnné	peněžní zásoba
deficit státního rozpočtu	Institucionální struktura
vládní spotřeba	vícesložkový měnový kurz
úvěr od veřejného sektoru	otevřenost ekonomiky
Politické proměnné	bankovní krize
volební vítězství či porážka stávající vlády	minulé měnové krize
stupeň politické nestability	koncentrace zahraničního obchodu

Zdroj: FRAIT, J.; KOMÁREK, L. *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*. s. 48

3 Příčiny vzniku současné krize

3.1 Éra Alana Greenspana

Alan Greenspan byl po dlouhou dobu jednou z nejmocnějších osobností finančního světa. Vykonával funkci předsedy rady guvernérů Federálního rezervního systému (centrální banky USA). Do funkce nastoupil už v roce 1987 a v této funkci sloužil celkem pod 4 prezidenty, až do konce ledna roku 2006. Když svou pozici opouštěl, byl Greenspan považován za snad největšího guvernéra centrální banky všech dob. Byl považován za velmi váženého a obdivovaného muže. Jako jeho hlavní zásluhy byly vyzdvihovány tři věci, a to, že se vypořádal s burzovním krachem v roce 1987, který nastal ani ne po dvou měsících po jmenování do funkce. Druhou zásluhou byl dlouhodobý hospodářský růst a třetí zvládnutí mírných recesí z let 1990 a 2001. Nicméně o tři roky později už jeho jméno neznamenal téměř nic. Důležitou roli mělo období, ve kterém svou funkci zastával, protože z ekonomiky přicházely převážně příznivé zprávy. Během sedmdesátých a počátkem osmdesátých let došlo v USA k velkým hospodářským otřesům, kdy míra inflace a nezaměstnanosti dosahovaly dvouciferných čísel. Oproti tomu éra Alana Greenspana proběhla v relativním klidu. Inflace se pohybovala v nízkých hodnotách a byl i dostatek volných pracovních míst. Proběhly sice dvě recese, podle oficiálních statistik však byly krátké a netrvaly víc než rok a půl (viz níže). Koncem devadesátých let a znovu v polovině následujícího desetiletí byla míra nezaměstnanosti v hodnotách, jaké od šedesátých let nikdo nepamatoval. I pro investory byla tato doba obzvláště výhodná. Dow-Jonesův index³¹ se pohyboval nad úrovní 10 000 (překonal tzv. pomyslnou laťku). Ceny akcií rovněž v tomto období rostly v průměru o více než deset procent za rok. Alan Greenspan na těchto výsledcích však neměl zásluhy, které mu byly poté připisovány. Protože pokud se podíváme např. na vývoj inflace, tak zjistíme, že ji zkontroloval již jeho předchůdce ve funkci guvernéra Fedu, Paul Volcker, díky své nekompromisní úsporné politice. Ta sice zprvu způsobila hospodářský pokles, ale nakonec se ukázala jako účinná v boji s vysokou inflací. V podstatě tak Volcker provedl nepopulární práci a Greenspan už jen „nastoupil do rozjetého vlaku“. Americká ekonomika sice vydávala příznivé zprávy, které napomohly hospodářskému vývoji, ale neměly moc společného s měnovou politikou centrální

³¹ Dow Jones Industrial Average (DJIA) – u nás znám jako Dow-Jonesův index je jedním z nejznámějších ukazatelů vývoje na americkém akciovém trhu. Je to jeden z nejstarších světových ukazatelů. Skládá se z akcií 30 amerických společností, které patří mezi největší a nejvíce obchodované. Od roku 1896, kdy byl poprvé publikován, se jeho struktura značně změnila. Společnosti byly obměňovány, v posledních letech především rostl počet společností ze sektoru služeb. Váha jednotlivých společností je dána cenou za jejich akcii, jedná se tedy o cenově vážený ukazatel. Většina světových indexů dnes používá váhy na základě tržních hodnot jednotlivých společností.

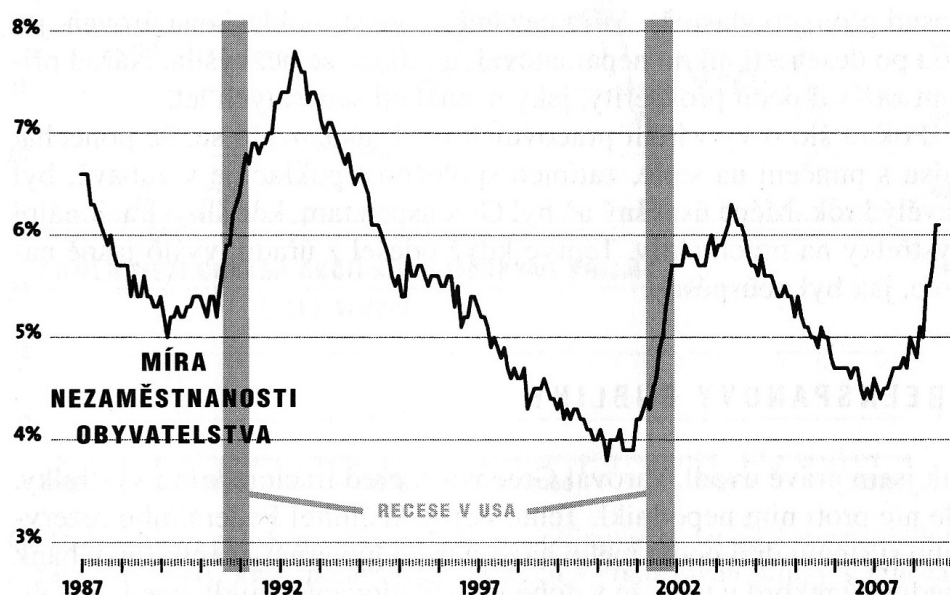
banky USA. Např. rozmach informačních technologií, kdy došlo během osmdesátých let k masivnímu rozšíření osobních počítačů do podnikatelské sféry a americké podniky se postupně naučily tuto novou technologii efektivně využívat. Začaly se používat nové metody a postupy práce, např. firmy začaly požívat novou technologii k propojení kanceláří po síti, což napomohlo k aktualizaci dat a nových informací. Celé to mělo za následek rostoucí produktivitu práce (rostl objem výkonů, které pracovník díky novým technologiím dokázal za hodinu provést). Což se ihned projevilo v rostoucích ziscích podniků a jen to napomohlo udržet pod kontrolou inflaci, i když s tím guvernér centrální banky neměl vůbec nic společného. Projevily se zde exogenní faktory dané doby.³²

I když se Alan Greenspan nezasloužil o zkrocení inflace a ani o revoluci v produktivitě práce, měl velmi specifický přístup k řízení měnové politiky, který v daných podmínkách dobře fungoval. Tento specifický přístup spočíval ve snaze bránit se tzv. „iracionálním výstřelkům“³³ na finančních trzích. V podstatě se jedná o situaci přehřáté ekonomiky, které hrozí rostoucí inflace a centrální banka by měla zvýšit úrokové sazby. Greenspan sice před těmito výstřelky varoval, ale i když situace nastala, nikdy proti nim nic nepodnikl. V roce 1996 byly ceny akcií nadhodnocené a hrozila možná akciová bublina. Greenspan sice na tuto situaci upozorňoval, ale úrokové sazby nezvýšil, aby tak zchladil přílišné „nadšení“ na finančních trzích. Ani neprošel návrh, aby investoři, kteří chtějí obchodovat, museli dopředu složit určitou hotovost jako záruku. Greenspan v této situaci zvolil čekání, až akciová bublina sama splaskne a vyšumí (o této bublině více níže). Tento postoj však měl i své pozitivní stránky. Jednak to nebyla idea (nechť do ničeho nezasahovat) jen samotného Greenspana, neboť mnoho politiků (jak demokratů, tak republikánů) tuto doktrínu schvalovalo. Navíc, když zažívala americká ekonomika zlaté časy hospodářského růstu, měnová politika Fedu tomuto jen napomáhala, v podobě rostoucího počtu nových pracovních míst za prezidenta Billa Clintona. Tuto situaci znázorňuje graf 3.1.1.

³² KRUGMAN, P. (2009); FLECKENSTEIN, W. (2009); SCHIFF, P. (2009); FOSTER, J. (2009)

³³ Iracionální výstřelky – Greenspanův obrat, který použil ve svém projevu v roce 1996 při začínající akciové bublině na finančních trzích

Graf 3.1.1 Míra nezaměstnanosti v USA (v %)



Zdroj: KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 2009. s.127

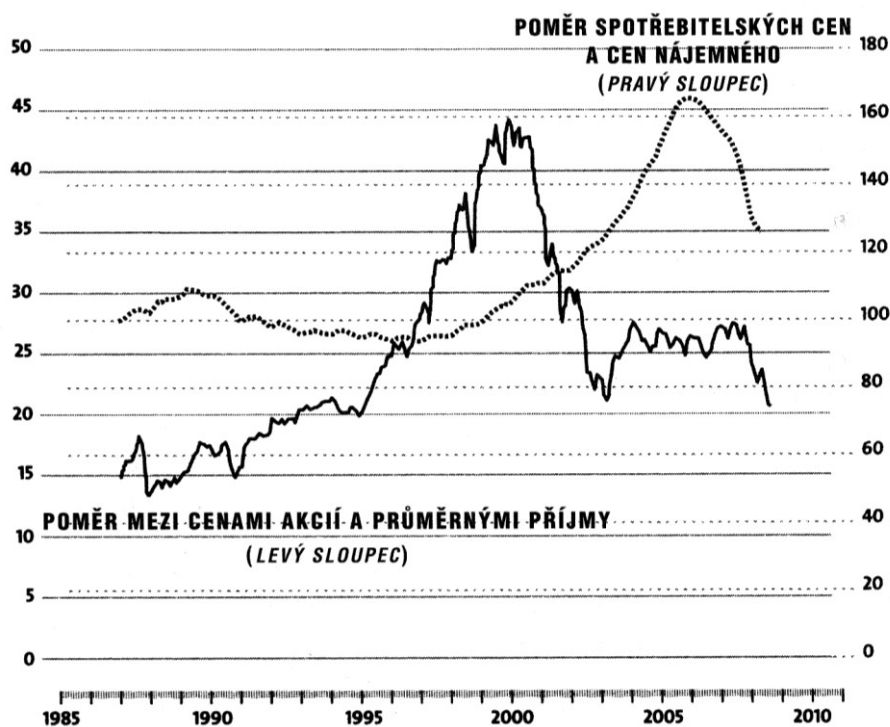
Graf ukazuje, jak se vyvíjela od roku 1987 nezaměstnanost v USA. Lze vidět její výrazný pokles v rozmezí let 1993 až 2000, kdy nezaměstnanost klesla pod hranici čtyř procent (vůbec poprvé od roku 1970). Greenspan sice tento pokles nezpůsobil, ale umožnil svou měnovou politikou, aby k němu došlo. Nechal nezaměstnanost samovolně klesat, aniž by zvyšoval úrokové sazby. Jak se později ukázalo, byl to krok správný. V první polovině devadesátých let převládal v ekonomické rovině v USA názor, že klesne-li nezaměstnanost pod hranici 5,5 procenta, vyvolá tento pokles inflaci. Tento názor byl podložen historickou zkušeností, kdy se nezaměstnanost na konci 80. let pohybovala na úrovni 5 procent a inflace se zvýšila. Když k této situaci došlo v polovině 90. let, všichni očekávali, že Greenspan zvýší úrokové sazby a zabrání tak vzestupu vlny inflace. Greenspan však úrokové sazby nezvýšil. Argumentoval tím, že dokud skutečně nedojde k rostoucí inflaci, nebude do vývoje zasahovat. Opíral se o domněnku, že akcelerace růstu produktivity možná historicky ustálený vztah mezi nízkou nezaměstnaností a zrychlující se inflací změnila. Jak se později ukázalo, v ekonomice se opravdu cosi změnilo. I když míra nezaměstnanosti klesla pod 5 % hranici, inflace se nezvýšila. V tomto se Greenspanova „netradiční“ politika ukázala jako skvělý krok. Na trzích aktiv už ale takto úspěšný Alan Greenspan nebyl a teprve až odešel ze své funkce, vyšlo najevo, jak byl neúspěšný.³⁴

³⁴ KRUGMAN, P. (2009); FLECKENSTEIN, W. (2009)

3.2 Greenspanovy bubliny

Během doby, co byl Alan Greenspan ve své funkci guvernéra Federálního rezervního systému, vznikly hned dvě obrovské bubliny – na akciovém trhu a druhá na trhu realitním. Graf 3.2.1 ukazuje obě tyto bubliny současně.

Graf 3.2.1 Bubliny na akciovém a realitním trhu v USA



Zdroj: KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. 2009. s.129

„První křivka znázorňuje poměr mezi cenami akcií a průměrnými příjmy, což je běžně užívaný ukazatel, který vypovídá o tom, zda se cenová hladina akcií pohybuje v rozumné výši. Druhá křivka představuje srovnatelný ukazatel týkající se cen bydlení – poměr mezi průměrnými spotřebitelskými cenami v USA a průměrnými cenami nájemného, vyjádřený formou indexu, kdy rok 1987 představuje 100 %“.³⁵ Z grafu je jasně vidět akciovou bublinu devadesátých let, po které následovala realitní bublina. Ceny bydlení se obecně nevymkly historickým standardům do takové míry, jako to bylo u cen akcií. Protože bydlení představuje mnohem větší, většinou je to jednorázový výdaj, než je tomu u akcií. Prudký vzestup cen bydlení byl navíc nestejněměrný – např. ve středu Spojených států nestoupily ceny nemovitostí o moc víc, než o hodnotu inflace (střed USA je charakterizován dostatkem volné půdy), kdežto

³⁵ KRUGMAN, P. *Návrat ekonomické krize*. s. 129

v pobřežních oblastech (zvláště na Floridě a Jižní Kalifornii) se ceny vyšplhaly maximálně – v poměru k nájemnému přes dvojnásobek obvyklé hodnoty. Nakonec se v reálné ekonomice ukázalo, že vedlejší účinky poklesu cen nemovitostí s sebou přinesly mnohem více škody, než tomu bylo u vedlejších účinků propadu cen akcií.

Akciovou bublinu zapříčinily dva hlavní faktory. Byl to až nadměrný optimismus ohledně budoucího (ziskového) potenciálu informačních technologií a vzrůstající pocit jistoty a důvěry v domácí ekonomiku. Panovala přesvědčení, že dny hlubokých recesí už jsou minulostí a nebudou se opakovat. Kombinace těchto dvou faktorů hnala ceny akcií tak vysoko. V této souvislosti hovoříme o bublině „dot-com“³⁶. V podnikatelské sféře se objevily mylná tvrzení, že nové technologie vše od základu změnily, stará pravidla pro meze zisků a růstu neplatí. Problém byl v tom, že investoři měli před sebou vidinu obrovských zisků (na základě úspěšného vstupu na trh firem jako byl např. Microsoft) a věřili, že těchto výsledků mohou dosáhnout i další firmy. Pro všechna tato falešná očekávání však v ekonomice nebyl prostor, nicméně vidina zisku způsobila, že investoři přestali uvažovat o svých investicích racionálně. Všem navíc přispíval fakt, že akcie jsou historicky velmi dobrou investicí. Akcie byly dlouhodobě v lepším postavení než jiné alternativní investice jako např. dluhopisy. Existovaly sice jisté obavy a strach při vzpomínce na akciový krach ve 30. letech 20. století či situace stagflace 70. let, kdy se akcie propadaly přibližně o sedm procent ročně. Postupně se však strach, vzhledem k nízké inflaci a hospodářské prosperitě bez hlubších recesí, pomalu vytratil. Ceny akcií postupně stále rostly a tento růst se stal sám o sobě dalším impulsem pro budoucí růst. Přibližně do roku 1998 každý kdo nakoupil akcie, vyšel z obchodu s obrovským ziskem. Na akciovém trhu tak vznikaly další a další fondy, ceny rychle rostly a akciová bublina se nafukovala. Tento růst však nepokračoval do nekonečna. V odborné literatuře je akciová bublina jakousi obdobou Ponziho schématu³⁷, kdy investoři vydělávají, dokud do systému přicházejí noví a noví investoři. V konečné fázi se už ale žádní další nenajdou a celý systém se zhroutí. Což se také stalo. Od vrcholu v roce 2000, ztratily akcie do roku 2002 v průměru 40 % své hodnoty.³⁸

³⁶ Dot-com – označení pro období hromadného rozkvětu internetových firem, které neměly promyšlené svůj „business plán“, ale dokázaly přilákat obrovské množství investorů. Toto období mohutných investic vyvrcholilo v roce 2000 a v roce 2001 tato internetová bublina splaskla a nadhodnocené akcie ztratily svou hodnotu.

³⁷ Ponziho schéma - v tomto schématu svěřují investoři provozovateli fondu peníze za účelem jejich zúročení, avšak tyto peníze provozovatel dále neinvestuje, a namísto toho pouze vyplácí prostředky fondu jen některé investory, většinou ty, kteří investovali dříve. Tento systém funguje do doby, dokud přicházejí noví investoři a prostředky se dají vyplácet ostatním. Když už ve fondu nezbudou žádné peníze na vyplácení, fond krachuje a vyplacení zůstávají jen někteří investoři a ostatní nedostanou nic.

³⁸ KRUGMAN, P. (2009); FLECKENSTEIN, W.. (2009); FOSTER, J. (2009)

Krátce po akciovém krachu se začala tvořit bublina nová, konkrétně na *realitním trhu*. I v tomto případě se nepotvrdila domněnka, že stará pravidla už neplatí. Na začátku minulého desetiletí byly úrokové sazby velmi nízké, což nákup nemovitostí ztraktivnilo a vyvolalo (jako v předchozím případě) nárůst cen nemovitostí. Ve Spojených státech bylo už dávno běžné, že si Američané brali na pořízení bydlení hypotéku. Nicméně je zarážející, že si kolem roku 2003 měli najednou všichni myslet, že základní pravidla týkající se hypotéčních půjček byla zrušena. Na první pohled je i laikovi jasné, že by si člověk neměl brát hypotéku, na kterou nemá dostatek finančních prostředků. A navíc ani nemusí předem složit dostatečný finanční obnos (aby se v případě mírného poklesu cen nemovitostí hodnota majetku plátce hypotéky pohybovala i po odečtení všech dluhů a hypoték v kladných číslech). Úlohou nízkých úrokových sazeb bylo srazit splátky vypočtené z výše půjčky, ale na ostatní faktory vliv mít neměly. Opak však byl pravdou. Ve skutečnosti se všechny tradiční zásady staly nepodstatnými. Domácnosti vstupovaly na hypoteční trh s vědomím, že ceny domů vytrvale rostou a neřešili otázku, jak svůj dluh v budoucnu splatí. Velkou zásluhu na vzniku hypoteční bubliny měly změny v pravidlech poskytování půjček. Kupující nemuseli předem složit žádnou zálohu (anebo byla extrémně nízká) a přesto dostali půjčku. Navíc měsíční výše splátek evidentně přesahovala možnosti žadatelů (nebo je alespoň mohla přesahovat za předpokladu změny původně nízkých úrokových sazeb). Většina těchto pochybných hypoték byla označována jako „subprime“³⁹. Kromě domácností s nízkými příjmy či příslušníky menšin, kteří si brali hypotéky a nebyli schopni je splatit, se tento postup rozšířil napříč celou americkou společností. Věřitelé očekávali stálý růst cen nemovitostí. Dokud ceny nemovitostí stoupají, není pro věřitele až takový problém, že dlužník není schopen splácet hypotéku. Protože tento růst nemovitostí umožňuje v případě platební neschopnosti splátce vzít si půjčku, při které se zaručí již splacenou částí nemovitosti (tzv. home equity loan), tím získá potřebnou hotovost. Další možností je jednoduše dům prodat a hypotéku z rozdílu ceny doplatit, což byla běžná praxe. Druhým faktorem byl fakt, že věřitelé obratem hypotéku prodali investorům, kteří možné budoucí problémy neřešili. To vše nahrávalo rostoucí rizikovosti půjček, ale nikdo si s tím hlavu příliš nelámал.⁴⁰

Státem podporovaná agentura poskytující půjčky v oblasti bydlení Fannie Mae (viz níže) na trhu zavedla praxi tzv. „sekuritizace“ hypoték. To znamená shromáždění velkým balíků či fondů hypoték a následný prodej podílů z výnosů splátek obdržených od dlužníků. Problém

³⁹ Subprime – substandardní či druhořadé, v podstatě se jedná o úvěry na sekundárním trhu – již jednou uzavřené úvěry, které byly znovu prodány za nízké ceny nebankovním institucím.

⁴⁰ KRUGMAN, P. (2009); FLECKENSTEIN, W. (2009)

byl v tom, že až do doby této realitní bubliny se sekuritizace hypoték vztahovala jen na tzv. „prime“ hypotéky (standardní či prvotřídní). Žadatel dostal hypotéku pouze za předpokladu, že byl schopen předem složit vysokou zálohu a zároveň disponoval dostatečně velkým příjmem, který zaručoval schopnost hypotéku splácet. Samozřejmě i zde existovalo jisté riziko platební insolvence. I vysoce bonitní klienti se mohou dostat do této situace (ztráta zaměstnání, dlouhodobá nemoc), nicméně v praxi se příliš nevyskytovala, a ti, kdo nakupovali hypoteční zástavní listy, víceméně věděli, jaké riziko podstupují. Sekuritizaci substandardních hypoték umožnila finanční inovace, tzv. zajištěné dluhové obligace (collateral debt obligation, dále jen CDO). Úlohou těchto CDO bylo poskytnutí podílu na výnosech ze splátek do fondů hypoték. Podíly se vyznačovaly odlišnou hodnotou. Některé byly označeny jako tzv. senior. Tyto senior podíly měly přednostní nárok na výnosy ze splátek. Až poté co byly vyplaceny nároky těchto podílníků, dostalo se na podíl nízkých s nižší tranší. Senior podíly tak měly díky tomuto systému zaručovat velmi bezpečnou investici, protože bylo velmi nepravděpodobné, že se v jednom okamžiku na trhu objeví tak velký počet platebně neschopných dlužníků, aby to ohrozilo příjmy podílníků s nejméně rizikovými senior dluhovými obligacemi. V té době to nikdo nepředpokládal, ale jak se později ukázalo, tato možnost byla reálná. K tomu navíc přibývalo kvalitní hodnocení AAA od ratingových agentur, které byly ochotny přidělit těmto nejméně rizikovým podílům tak vysoká ohodnocení, i v případě pochybných podkladových hypoték. Kvalitní rating zapříčinil možnost financování substandardních hypoték ve velkém, protože s sebou přilákal další instituce (např. penzijní fondy), které byly ochotny kupovat cenné papíry s tímto ratingem, které navíc vynášely výrazně víc než běžné dluhopisy.

V letech kdy ceny neustále rostly, nebyl žádný problém a vše se zdálo v naprostém pořádku. Ponziho schéma fungovalo dobře. Existovalo jen málo dlužníků, kteří nebyli schopni splácet své půjčky. Hypoteční zástavní listy zaručovaly vysoké výnosy a lákaly na trh nemovitostí další a další fondy. Někteří ekonomové (včetně Paula Krugmana) upozorňovali na fakt, že takto obrovský růst nemůže pokračovat do nekonečna a na trhu realit vzniká obrovská bublina, která při splasknutí může způsobit celé ekonomice obrovské problémy. Odpovědní činitelé však byli jiného názoru. Podle nich byl jakýkoli větší pokles cen nemovitostí vysoce nepravděpodobný. Jisté problémy na některých místních trzích existovaly, ale žádná celostátní bublina podle nich neexistovala. Jak se v roce 2006 ukázalo, bublina skutečně existovala a v tomto roce začala pomalu splaskávat. Alan Greenspan však již tou dobou nevykonával funkci předsedy rady guvernérů Federálního rezervního systému. Jeho nástupcem se stal Ben Bernanke. FED i Bushova vláda předpokládali, že se podaří dopady

realitní bubliny „zkrotit“ a Bernanke bude pokračovat v „úspěšné“ monetární politice, jako tomu bylo za doby Alana Greenspana.

Když v devadesátých letech splaskla akciová bublina, propadla se americká ekonomika do recese. Greenspan zareagoval razantním snížením úrokových sazeb. Situaci se podařilo poměrně rychle obrátit. Recese nebyla dlouhodobá – podle oficiálních statistik trvala jen 8 měsíců a obešla se bez většího poklesu HDP. Oficiálně byla recese jen krátká, ale ve skutečnosti tomu tak nebylo. Podíváme-li se na graf 3.1.1, je jasně vidět, jak míra nezaměstnanosti v průběhu recese prudce stoupla, ale i v dalších měsících po odeznění hlavních příznaků, dále rostla. Tento vývoj netrval pouhých 8 měsíců, ale 2,5 roku. Mohla za to nezávislá komise složená z ekonomů spojených s Národním úřadem pro ekonomický výzkum (National Bureau of Economic Research). Tento úřad stanovuje v USA oficiální datum začátku i konce recese, kdy komise ekonomů bere v potaz celou škálu hospodářských ukazatelů (např. zaměstnanost, průmyslovou výrobu, HDP, spotřebu a jiné). Pokud mají tyto ukazatele sestupnou tendenci, je vyhlášena recese. V situaci, kdy několik z nich začne opět růst, komise recesi odvolá. Když začala průmyslová výroba i HDP opět růst (sice velmi pomalu), oficiálně byla recese u svého konce. Situace na trhu práce se ale dále zhoršovala. Alan Greenspan později řekl, že se tehdy obával „sžíravé deflace“, protože rostoucí nezaměstnanost a všeobecná stagnace ekonomiky připomínala japonskou past z devadesátých let. A tak dále pokračoval v politice snižování úrokových sazeb, až na pouhé jedno procento. Tato expanzivní monetární politika nakonec zabrala, ale hlavně díky trhu s realitami. Vlastně došlo k tomu, že akciová bublina byla nahrazena další bublinou, realitní.⁴¹

3.3 Příčiny vzniku krize

Nejen éra Alana Greenspana (výrazně ji napomohla) mohla za vznik krize. I další faktory sehrály svou roli, jsou to zejména tyto (nejčastěji se vyskytující v odborné literatuře):

- státem podporované podniky Fannie Mae a Freddie Mac,
- zákon o komunitním reinvestování a pozitivní diskriminace při poskytování půjček,
- obecná podpora spekulací ze strany státních institucí,
- daňová soustava zvyhodňující vlastníky nemovitostí,
- morální hazard,
- politika záchrany „příliš velkých“ korporací,

⁴¹ KRUGMAN, P. (2009), FLECKENSTEIN, W. (2009)

- deregulace finančního systému,
- nárůst stínového bankovníctví.⁴²

Státem podporované podniky, neboli GSE⁴³ zřídil Kongres Spojených států. Fannie Mae a Freddie Mac⁴⁴ jsou gigantické korporace, které sice neposkytují přímo hypoteční úvěry, ale hypotéky kupují od bank na tzv. sekundárním trhu. Banka poskytne hypotéku žadateli a ihned ji může prodat dále. Tím pádem se tato půjčka neobjeví v účetnictví banky a veškerou zodpovědnost za ní přebírá kupující, v tomto případě některý z GSE. Rovněž přijímají měsíční splátky a nesou případné riziko nesplacení půjčky. V praxi bylo běžné, že hypotéky Fannie a Freddie dále prodávaly různým investorům. Banka, která úvěr původně poskytla tak měla k dispozici dostatek finančních prostředků, aby mohla poskytnout další úvěry novým zájemcům. Proces umělého přesměrovávání finančních zdrojů do hypotečního trhu sice usnadňoval lidem koupi vlastního domu, ale zároveň zvyšoval a nafukoval ceny nemovitostí. Navíc, investoři a věřitelé počítali s tím, že kdyby se Fannie či Freddie začala potápět, vláda by ji zaručeně nenechala padnout. Předpokládali, že v krizové situaci by daňový poplatník GSE vykoupil. Jak se v září roku 2008 ukázalo, předpokládali správně, protože federální vláda obě agentury zastřešila. Obě společnosti, díky svému výhodnějšímu postavení, navyšovaly celá léta kapitál a poskytovaly lepší podmínky pro odkup hypoték než jejich konkurence. Fannie Mae sehrála navíc důležitou roli v rozvolnění úvěrových standardů. Byl to politicky motivovaný krok ve jménu pomoci „společensky znevýhodněným“ skupinám obyvatel. Fannie Mae postupně snižovala nároky na bonitu hypoték, které kupovala od bank. Tím umožnila bankám snižovat kritéria pro poskytnutí hypotéky a poskytovat je i žadatelům, kteří by vzhledem ke své platební schopnosti na standardní půjčku neměli nárok. Zejména se jednalo o nízko a středně příjmové skupiny obyvatel. Nový program měl za cíl rozšířit nabídku i na etnický menšinové a nízko příjmové rodiny, které se vyznačují nižší bonitou než nehispanšská většina. Fannie Mae vstoupila na neprobádané území hypotečních půjček. V případě hospodářského poklesu hrozí značné riziko a vláda se v takové situaci musí uchýlit k záchranné akci. Poté co obě korporace podstupovaly stále riskantnější dluhopisové obchody,

⁴² WOODS, T. (2010); KRUGMAN, P. (2009); FOSTER, J. (2009)

⁴³ GSE – Government Sponsored Enterprise – státem podporovaný podnik, který může mít podobu soukromé společnosti s explicitní či implicitní státní podporou, jako např. Fannie Mae či Freddie Mac

⁴⁴ Fannie Mae – Federální národní společnost hypoteční asociace. Původně byla založena jako vládní agentura ve 30. letech 20. století, v rámci tzv. New Dealu. V roce 1968 byla privatizována.

Freddie Mac – Federální společnost pro hypoteční půjčky. Freddie Mac byla založena v roce 1970. Obě společnosti disponují zvláštními daňovými a regulačními výjimkami. Jejich akcie jsou volně obchodovatelné na Newyorské burze cenných papírů. Jejich dluhopisy jsou označeny jako „státní cenné papíry“ a banky je mohou držet jako nízkoriziková aktiva. Fannie je dlouhodobě propojena s Ministerstvem financí úvěrovou linkou (ve výši asi dvou a čtvrt miliard dolarů).

v Kongresu (konkrétně Republikáni) se objevil návrh na přísnější regulaci a dozor obou společností (nebo je nechat úplně zavřít a vytvořit prostor pro fungování hypotečního trhu bez politické báze). Demokraté však argumentovali tím, že tato přísnější regulace společností by mohla značně omezit schopnost splácet půjčky nízké příjmových skupin a dostupnost bydlení. Demokratický kongresman Barney Frank v září 2003 prohlásil: „*Kvůli Fannie a Freddie nehrozí žádná finanční krize. Čím více se budou stávající problémy zveličovat, čím větší tlak se bude na obě společnosti vyvíjet, tím méně dostupného bydlení budeme mít.*“⁴⁵ I když opozice argumentovala zdeformovaným realitním trhem, nečistým tržním prostředím, díky kterému získávají obě společnosti více kapitálu, který by mohl být použit v jiných produktivních oblastech, demokraté dále odmítali jakoukoliv regulaci a republikáni nakonec svou kampaň vzdali.⁴⁶

Fannie a Freddie skutečně poskytly některé problémové úvěry, ale utrpěly účetními skandály. Přivolaly tak na sebe hloubkové kontroly a v „nejdivočejším“ období realitní bubliny v letech 2004 – 2006 stály spíše stranou hlavního proudu dění. Jistě sehrály obě společnosti v masovém poskytování špatných půjček roli, ale neměla hlavní podíl na splasknutí bubliny, jak se na první pohled může jevit.

Fannie Mae a Freddie Mac nebyly jediné instituce, které prosazovaly uvolnění úvěrových standardů. Kromě nich i státní úřady tlačily půjčovatele k poskytování rizikovějších úvěrů ve jménu „rasové rovnováhy“. Osočování z rasové *diskriminace při poskytování půjček* s sebou přineslo nekonečné soudní procesy a žaloby, kterým se přirozeně poskytovatele půjček chtěli vyhnout. V roce 1992 oznámili autoři studie Federální rezervní banky v Bostonu, že našli důkazy, které snižují přístup etnických menšin k hypotečním úvěrům oproti bělochům (i s přihlédnutím k jejich relativně nižší úvěruschopnosti). Nakonec se sice ukázalo, že po očištění od statistických chyb, diskriminace při poskytování půjček neexistuje, ale to už bylo pozdě. Zákon o *komunitním reinvestování*⁴⁷ se stal od počátku realitní bubliny terčem zvýšené pozornosti a silné kritiky. Je třeba ale zdůraznit, že tlak na uvolňování úvěrových standardů nevyvíjel pouze tento zákon, nýbrž celá politická reprezentace. Banky přirozeně dělaly to, co po nich regulátoři chtěli. Postupně rozvolňovali úvěrové standardy ke spokojenosti politiků, regulátorů či GSE. Například investiční banka Bear Stearns, významný obchodník s MBS⁴⁸,

⁴⁵ WOODS, T. E. *Příčiny krize a nápravná opatření, která jí jen zhoršují*. 2010, s.34

⁴⁶ WOODS, T. E. (2010)

⁴⁷ CRA – Community Reinvestment Act – zákon o komunitním reinvestování, který požaduje po bankách, aby zohledňovaly i potřeby méně majetných lidí. Tento zákon byl schválen již v roce 1977.

⁴⁸ MBS – Mortgage Backed Securities – jsou to dluhopisy kryté hypotečními úvěry. Majiteli těchto cenných papírů plynou příjmy ze splátky podkladového aktiva.

tvrdila v jedné ze svých studií, že bonita příjemce půjčky by neměla hrát velkou roli, protože úvěry poskytované v rámci CRA se vymykají běžnému rámci klasifikace bonity. Dalším důkazem, že v této době se přední činitelé nepozastavovali nad možnými dopady uvolňování úvěrových podmínek, jsou studie a analýzy realitního trhu z let 1990 až 2006. Většina z těchto studií vůbec neřešila, zda volnější úvěrové standardy nemohou vyústit v nárůst splátkové neschopnosti, hlavně v případě poklesu cen nemovitosti. I když realitní bublina splaskla, zastánci CRA vehementně tvrdili, že zákon za nic nemůže, protože se týkal jen depozitních bank (např. Bank of America). Na vrub těchto bank šla pouze nepatrná část nesplacených půjček. Většina transakcí s pochybnými hypotékami se odehrávala mimo ně. Především šlo o specializované hypoteční banky (např. Countrywide⁴⁹). Jenomže tento nastolený trend postupoval celým hypotečním průmyslem. Další agentury – již zmiňované Fannie a Freddie, Ministerstvo bydlení a městského rozvoje, FED a zákony podobné CRA jako např. zákon o rovném přístupu k úvěru, přístup Kongresu⁵⁰ – vnucovaly tuto destruktivní politiku všem americkým finančním institucím. Byla to v podstatě masivní státní kampaň. Celonárodní trend za rozvolnění úvěrových standardů, který v konečné fázi přispěl k tomu, že do trhu s nemovitostmi přitékaly další a další peníze, které nakonec nafoukly realitní bublinu.⁵¹

V souvislosti s krizí na hypotečním trhu se až příliš zdůrazňuje role nestandardních (tzv. sub-prime) hypoték. I když prvotní snahou rozvolňováním úvěrových standardů bylo co nejvíce rozmnožit počet lidí, kteří vlastní svůj dům (především u některých preferovaných etnických menšin), doplňkové (nadstandardní) služby jako „stoprocentní úvěry“ (hypotéky bez akontace), se postupně staly nedílnou součástí finančního sektoru. A to hlavně poté, co Fed neustále zvyšoval objem rezerv v bankách. Celý proces, za volnější úvěrové standardy prostředně a nízko příjmové skupiny obyvatel přerostl, stal se všudypřítomný a systematický. Nakonec se přesunul i do oblasti standardu pro vysoko příjmové zákazníky. V odborné literatuře je tento stav popisován jako *podpora spekulací ze strany státních institucí*. Za prvé se otevřely dveře pro spekulanty, kteří získali snazší přístup na trh nemovitostí. A pak růst cen nemovitostí lákal na trh další a další spekulanty. Když se po splasknutí bubliny začaly množit

⁴⁹ Countrywide – největší americká hypoteční banka. Díky propadu na realitním trhu proděla banka stamilionové ztráty a na konci roku 2008 přešla pod vlastnictví Bank of America.

⁵⁰ Henry Cisneros, první ministr bydlení a městského rozvoje, prosazoval se o uvolňování úvěrových restrikcí jak ve vládě, tak v soukromém sektoru. Chtěl, aby si vlastní dům mohli koupit lidé, kteří na něj nemají a za normálních podmínek, by hypotéku nedostali. Jeho kroky však byly popoháněny vlastním obohacením. Po odchodu z funkce si založil vlastní developerskou firmu a spojil se s obří stavební firmou KB Home. Působil i ve správní radě hypoteční banky Countrywide a přihlížel rozmachu hypotečních půjček. Jak se později ukázalo, tento rozmach jen napomohl jeho ambiciózním cílům.

⁵¹ WOODS, T. E. (2010)

zabavené nemovitosti nesolventním dlužníkům, bylo to jak v sektoru nestandardních, tak i standardních hypoték. Mezi roky 2006 a 2007 byl nárůst zabavených nemovitostí větší na trhu standardních hypoték, i když v absolutních číslech nestandardní hypotéky vedly. To však není nic neobvyklého, protože se k těmto hypotékám vztahuje vyšší úroková míra. Jádrem problému zabavování nemovitostí nebyly nestandardní hypotéky jako takové, ale hypotéky s variabilní úrokovou sazbou.⁵² Aby přilákaly potencionální zákazníky, začínají ARM hypotéky s velmi nízkou úrokovou sazbou – tzv. „návnada“ (teaser rate). A po uplynutí stanoveného počtu let dojde k přepočtení sazby bankou. Ta může sazbu buďto zvýšit nebo snížit. Závisí to na aktuální situaci, makroekonomických ukazatelích, predikci vývoje a jiných. ARM hypotéky jsou nejvhodnější v prostředí volatilních úrokových sazeb. V této situaci neví ani banka, ani zákazník, jak se přesně vyvine situace v budoucnosti. Věřitelé se mohou o riziko podělit s dlužníkem a jsou více ochotni půjčovat. V realu byl procentní nárůst standardních hypoték s variabilní sazbou vyšší než nestandardních. Důvodem byli již zmiňovaní spekulanti. Sázeli na to, že ceny nemovitostí budou stále stoupat. V praxi to fungovalo tak, že spekulanti na zakoupeném domě provedli určité úpravy a zpětně jej nabídli k prodeji za vyšší cenu (tzv. flippeři). Další možností bylo jednoduše dům koupit, počkat určitou dobu, až se nemovitost zhodnotí a prodat (se ziskem) znovu. Díky rozmachu ARM hypoték mohli spekulanti pořízenou nemovitost prodat před vypršením „návnady“. Tento typ spekulativních obchodů tvořil před krizí asi čtvrtinu celého trhu s nemovitostmi. Tento fakt potvrdil pokles cen domů. I když za šest měsíců od konce roku 2006 poklesly ceny jen o 1,4 procenta, zvedl se počet propadlých hypoték o 43 procent, což byla rekordní úroveň. Za tak razantní nárůst mohli zejména lidé, kteří si koupili flexibilní hypotéku bez akontace a počítali s tím, že ji stejně později prodají. A když se ceny začaly propadat dolů, tito spekulanti hypotéku jednoduše zrušili, protože při pořízení stejně nemuseli složit žádnou akontaci. Zatímco na začátku panovala s politikou uvolňování tradičních úvěrových standardů spokojenost, nakonec se ukázalo, jak zhoubné mohou mít následky. Státní instituce samy vytvořili ideální podmínky pro spekulativní machinace na realitním trhu.⁵³

Státní úřady vypracovávaly na podporu vlastníků domů programy, které v konečném důsledku uměle nafukovaly poptávku po nemovitostech. Byly to např. nejružnější dotace pro developery, půda zdarma, nová silniční infrastruktura či daňové úlevy. *Daňová soustava zvýhodňující vlastníky nemovitostí* rovněž napomohla k boomu s nemovitostmi. Stát se svou politikou silně zasazoval o motivaci lidí ke koupi domu na dluh, než aby využívali možnosti

⁵² ARM – adjustace rate mortgages – hypotéky s variabilní úrokovou sazbou, ať už standardní nebo nestandardní

⁵³ WOODS, T. E. (2010)

nájmu. Tato situace je dobře vidět na příkladech z praxe. Federální vláda Spojených států strhává z výplaty průměrného zaměstnance až 35 procent. K tomu je ještě zapotřebí přičíst sociální a zdravotní pojištění. Lidé nicméně měli možnost využít řadu úlev a slev na dani. Např. zaměstnanec může ušetřit, když si v rámci penzijního připojištění spoří nebo investuje do akciového trhu, pokud své zdravotní pojištění hradí skrze svého zaměstnavatele, může si je následně odečíst z daní. Nejvýznamnější možností, jak si snížit daňovou povinnost je uplatnit úrok z hypotéky jako daňový odpočet. Pokud si člověk koupil dům bez hypotéky, tuto úlevu si uplatnit nemohl. Místní vláda ve Washingtonu motivovala obyvatele daňovou úlevou ve výši 5000 dolarů, za předpokladu, že je to jejich první dům v životě. Nebo ještě markantnější je zákon z roku 1997, který lidi motivuje, aby ke koupi nemovitosti přistupovali jako k investici. Pokud si např. nakoupí akcie a za nějaký čas je prodají, musí zaplatit daň z kapitálových výnosů ve výši 15 %. Při nákupu a následném prodeji nemovitosti daň z kapitálových výnosů platit nemusí. Veškeré daňové úlevy nejsou nežádoucí, ale pokud jsou soustředěny k umělé podpoře jen jednoho sektoru ekonomiky, může to mít destabilizující dopad. Proto je efektivnější daňové úlevy rozšířit na co nejvíce zboží a služeb a do všech oblastí ekonomiky.⁵⁴

Morální hazard se označuje jako jedna z podob tržního selhání, jehož význam v moderních ekonomikách razantně roste. Morálnímu hazardu a jeho důsledkům je přičítána vina za vznik současné finanční krize. „*Za morální hazard považujeme situace, kdy si je jedinec vědom, že neponese v plné míře následky svého jednání, a proto se chová jinak (obvykle riskantněji a méně obezřetně), než kdyby tyto následky skutečně nesl.*“⁵⁵

Morální hazard se v souvislosti s ekonomickou teorií poprvé objevil v 60. letech minulého století. Používal pro situace nebo okolnosti, podporující rizikové či vysoce spekulativní chování ekonomických subjektů. Sklon k morálnímu hazardérství se rapidně zvyšuje za předpokladu, kdy si lidé či podniky mohou na svém riskantním chování podstatně vydělat. Z národohospodářského pohledu tímto rizikovým chováním vytvářejí zvýšené náklady, které za ně poté ponesou ostatní. Je to jedna z forem selhání trhu, tedy když subjekt na trhu nenese všechny náklady nebo nezískává všechny výnosy svého jednání. Subjekt se sice ze svého pohledu chová racionálně, ale nepřispívá k růstu blahobytu společnosti jako celku. Protože celkové národohospodářské náklady spojené s jeho počínáním jsou vyšší než hodnota, kterou sám subjekt získává. K morálnímu hazardu dochází ve všech oblastech trhu, a to spontánně či pod vlivem státních zásahů do ekonomiky. V posledních letech docházelo k rizikovým

⁵⁴ WOODS, T. E. (2010)

⁵⁵ JUROŠKOVÁ, L. *Morální hazard v souvislosti s globální finanční krizí*. 2009, s. 33

činností především ve finančním sektoru ekonomiky. Pro morální hazard byly vytvořeny velmi příhodné podmínky – rostoucí specializace finančních institucí, zvyšující se složitost obchodovaných podniků či snížená možnost kontroly managementu ze strany vlastníků. Pro úvěrové instituce, které poskytovaly hypoteční úvěry, nebyla rozhodující platební schopnost dlužníků tyto úvěry splácet, ale hlavním cílem byla možnost prodat poskytnuté úvěry dále jiné instituce (jako aktiva v podobě cenných papírů kryté těmito úvěry), získat za ně záruku od některé ze státních úvěrově-garančních společností, nebo je nechat pojistit u některé z velkých pojišťovacích firem. Rizika spojená se špatnými úvěry (hlavně finanční ztráty) se postupně přemísťovaly od jedné instituce ke druhé. K hloubce finanční krize přispěla nejen špatná rozhodnutí předních finančních institucí, ale i fakt, že jim toto řízení vzhledem ke slabému dohledu vlastníků a regulatorních orgánů dlouhou dobu procházelo. K tomu ještě připočteme morální hazard ze strany ratingových agentur. Ty nijak nenesly důsledky svého nesprávného ohodnocení kvality finančních institucí.⁵⁶

Zdrojem morálního hazardu může být i politika státu v oblasti *záchrany „příliš velkých“ korporací*. Jedná se o pomocnou ruku státu, která vychází z hesla „too big to fail“ (dále jen TBTF). Původně se aplikace doktríny TBTF vztahovala na oblast bankovníctví. Pády a krachy velkých vždy byly vnímány jako hrozba pro další instituce či celý finanční systém. Tento fakt ukazuje jistá specifika bankovních institucí. Funkce přijímání vkladů, centrální pozice bank v platebním systému státu, což následně ovlivňuje každého, jak vládu, podnikatelské subjekty i soukromé osoby. Zvláštnost bank spočívá rovněž v dílčích rezervách a v jejich náchylnosti na oslabení důvěry, protože banky nedrží neustále dostatek hotovosti či jiných likvidních prostředků na to, aby byly schopné vyrovnat všechny své závazky v daný čas. Samozřejmě, pravděpodobnost, že bude chtít ve stejnou dobu vybrat své finanční prostředky většina vkladatelů, je statisticky nevýznamná. Nicméně v situaci narušení důvěry se banka může stát během krátké doby nelikvidní, což může vyvolat její zánik. Proto zastánci doktríny TBTF zdůrazňují fakt, že dojde-li k pádu významné banky, tento pád vyvolá spekulace vzhledem k „zdravosti“ dalších bank, což může vyvolat paniku a hromadné vybírání peněžních vkladů. Vzhledem k nezastupitelné úloze bank, které vykonávají v každodenním ekonomickém životě, může pád jedné banky ochromit ekonomické aktivity (učebnicový příklad, kdy zamrzne-li bankovní trh, přestává řádně fungovat systém poskytování půjček a provádění dalších bankovních činností, nedostupnost úvěrů primárně ochromí podnikatelské subjekty, což vyvolá snížení produkce těchto firem, dojde ke snížení

⁵⁶ URBAN, J. (2009)

zaměstnanců a celý tento proces přináší vážné dopady na celou ekonomiku). Na druhou stranu uplatňování principu TBFT je velmi sporné, protože vytváří podmínky pro morální hazard. A to jak na straně samotné banky, tak na straně klientů. Protože za situace, kdy jsou si banky vědomy toho, že existuje pomoc, jednají mnohem více rizikově, než kdyby žádná garance pomoci neexistovala. Banky jsou ochotny podstupovat rizikovější transakce. Vyšší pravděpodobnost ztráty z těchto transakcí nebude pro banku rozhodující, protože si je dobře vědoma, že v případě finanční insolvence na pomoc přispěchá stát a ona tak nebude muset nést plně náklady svého hazardního jednání. Morální hazard na straně klientů spočívá v tom, že za situace státní pomoci nemají dostatečnou motivaci monitorovat danou banku. Problémy spojené s TBTF jsou stále vážnější kvůli těmto skutečnostem:

- růst velkých bank,
- složitější a komplikovanější povaha bankovních transakcí,
- vyšší koncentrace bankovních aktiv.⁵⁷

Tím, jak se banky stávají většími, vzniká kategorie mega-bank. Věřitelé těchto institucí nabývají stále větší jistotu v tom, že by centrální autority v případě nouze podnikly kroky k jejich záchraně. Tím jak banky vstupují do složitějších a sofistikovanějších transakcí není zřejmé, které další subjekty mohou být jejím případným kolapsem zasaženy. Obavy z této neurčitosti vyvolávají větší pravděpodobnost záchrany dotčené instituce. Proto, čím více je daná instituce zapojená v těchto transakcích, tím větší jsou její šance na záchranu.

Vyšší koncentrace bankovních aktiv je dobře vidět na příkladu obchodů s deriváty, které jsou uskutečňovány na koncentrovaných trzích. Kdy od počátku 90. let 20. století dochází k rapidnímu růstu koncentrace. V roce 1990 v USA prováděly 50 % všech derivátových obchodů bank čtyři významné banky. Ale v roce 2000 už tomu bylo o 40 % více, tedy nárůst na 90 %.⁵⁸ Zvyšující se stupeň koncentrace sebou nese nebezpečí, že krach jedné instituce způsobí lavinový efekt v podobě pádů dalších, a proto lze v takových případech očekávat státní pomoc. V krátkodobém horizontu státní pomoc problémovým finančním institucím sice zabraňuje bezprostředním komplikacím, ale z dlouhodobého hlediska způsobuje další. Podstatou problému spojenou s TBTF je tedy implicitní záruka státní pomoci, kdy jak instituce, tak klienti očekávají, že vláda nenechá padnout významnější instituci. Ta však zvyšuje pravděpodobnost jejich budoucích úpadků.⁵⁹

⁵⁷ JUROŠKOVÁ, L. *Morální hazard v souvislosti s globální finanční krizí*. 2009, s. 36

⁵⁸ JUROŠKOVÁ, L. *Morální hazard v souvislosti s globální finanční krizí*. 2009, s. 37

⁵⁹ JUROŠKOVÁ, L. (2009)

Také za doby působení Alana Greenspana ve funkci guvernéra Fedu podnikaly instituce na finančních trzích s vědomím, že je stát nenechá padnout a jejich případné ztráty zaplatí daňový poplatník. Tento morální hazard umocnila filozofie zvaná „Greenspanova podlaha“ (Greenspan put).⁶⁰ Finanční trhy v USA fungovaly na principu jakési neoficiální dohody, podle které centrální banka chránila před bankrotem nejvlivnější hráče na trhu. Velké firmy časem nabyly jistoty, že když se jim jejich transakce vydaří, získají vydatný zisk, a když neuspějí, stát je tak či tak zachrání. Čím déle tato politika trvá, tím větší mají hráči na trhu odvalu pouštět se do nových a rizikovějších typů podnikání, polevují v obezřetnosti a jednají neracionálně. Alan Greenspan si posléze vysloužil přezdívku „pan Bailout“, díky politice záchranných akcí (např. záchrana mexického pesa z roku 1994, snížení úrokových sazeb v zájmu ohroženého hedgeového fondu LTCM⁶¹ nebo zaplavení bankovního systému čerstvými rezervami po teroristickém útoku 11. září 2001). Na finančních trzích převládala všeobecná jistota, že když dojde k nejhoršímu, Fed v čele s Alanem Greenspanem přispěchá na pomoc. Greenspanova podlaha vytvořila v ekonomice tendence k nadměrnému rizikovému chování subjektů na trhu.⁶²

Když finanční krize udeřila, státní autority jen potvrdily fakt, že jsou ochotny poskytnout téměř neomezené finanční zdroje za účelem zabránění či pozastavení paniky na finančních trzích, a to nejen bankovním subjektům. Velké finanční instituce, které se dostaly do problémů, dostaly pomocnou finanční ruku buď z veřejných prostředků (např. Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup) nebo byly převzaty jinými institucemi (např. Bear Stearns, Merrill Lynch). Finanční instituce byly vnímány jako příliš velké (nebo spíše systémově důležité) na to, aby padly. Jedinou významnější finanční institucí, které se nedostalo pomoci, byl Lehman Brothers. Nicméně následná panika přesvědčila státní autority o nutnosti zasáhnout. Tato implicitní záruka tak byla rozšířena na většinu významných institucí v zemi. Problém je v tom, že tyto záchranné kroky vytvořily očekávání, že stát zasáhne vždy, když se významnější instituce dostane do problémů. Rozšířením implicitní záruky na záchranu všech větších institucí se problém morálního hazardu dostal na zcela novou úroveň. Je to začarovaný kruh, protože tyto kroky jen vedou k dalšímu nezodpovědnému chování a pravděpodobnost budoucích úpadků institucí se jen zvyšuje.

⁶⁰ Greenspan put – dle anglického „put option“ – je to opce, která dává kupujícímu možnost prodat aktivum, když cena klesne pod určitou úroveň. Termín vycházel z předpokladu, že pod ceny aktiv Greenspan vkládá jakousi metaforickou podlahu.

⁶¹ LTCM – Long Term Capital Management – hedgeový fond, kterému byla v roce 1998 poskytnutá pomoc od vlády a Federálního rezervního systému. Ačkoliv nebyl fond významnou institucí – zaměstnával 200 lidí – záchrana byla zdůvodňována možným nebezpečím pro další finanční firmy, vzhledem k derivátovým obchodům a širokému rozsahu aktivit fondu.

⁶² Woods, Thomas E. (2010)

Další možná příčina vzniku současné finanční krize je oblast finanční *deregulace*. Na realitním trhu banky dělaly přesně to, co po nich federální vláda a centrální banka chtěly. Oficiálním sloganem doby se staly rizikové úvěry. Za všeobecné spokojenosti se tradiční úvěrové standardy stávaly minulostí. V roce 2004 např. nařídil tehdejší prezident Georg Bush Federálnímu úřadu pro bydlení (FHA), aby zavedl nulovou akontaci pro 150 000 nových vlastníků domů. Hlavním cílem bylo vybudovat vlastnickou společnost, pomáhat Američanům s pořízením vlastního bydlení, i rodinám, které by sice dokázaly splácet hypotéku, ale nemají dostatek úspor na zálohovou platbu. I když měl požadavek akontace minimalizovat splátkové neschopnosti, stal se překážkou v trendu uvolňování úvěrových standardů a musel být odstraněn. Vrcholoví činitelé nadále ubezpečovali celou společnost o maximální spolehlivosti systému. Téměř všichni v té době podlehlí kolektivnímu mámení. Představa, že by mohl klesnout celý realitní sektor najednou, byla v naprostém rozporu s všeobecně přijímaným názorem, že trhy nemovitostí jsou víceméně lokální a proto na ně celonárodní pohyby nepůsobí.⁶³

Deregulace se projevila např. i ve zrušení některých ustanovení Glass-Steagallova zákona v roce 1999.⁶⁴ Banky se díky tomu mohly opět pustit do podnikání v oblasti investičního bankovníctví. Banky tak podstupovaly mnohem větší riziko. Tyto kroky mohly přispět ke vzniku krize. Nicméně na krizi se podepsaly spíše problémy s institucemi, které bankovnímu dohledu nikdy nepodléhaly (stínové bankovníctví), než s deregulovanými institucemi. I když na sebe braly nová a vyšší rizika. A i kdyby, čistě teoreticky, měli regulátoři soubor nástrojů, s kterými by např. dokázali eliminovat z účetních knih velkých bank veškeré nebezpečné riziko a posoudit jejich ekonomickou situaci, stále by léčili pouze symptomy, ale ne skutečné příčiny. Protože dokud budou existovat podmínky pro tvorbu bublin – Fed svou politikou uměle snižujících se úrokových sazeb – budou se tyto bubliny tvořit i nadále. Do budoucna to už nebude znovu trh nemovitostí nebo finanční průmysl, ale jiný sektor ekonomiky.

Soustava institucí a finančních nástrojů, které se chovají jako „nebankovní banky“ se v odborné literatuře označuje jako „paralelní systém bankovníctví“ nebo „*stínové bankovníctví*“. Rozdíl je v tom, že konvenční banky, které přijímají vklady a jsou součástí

⁶³ Woods, Thomas E. (2010)

⁶⁴ Glass-Steagallův zákon – zákon z roku 1933, který napomáhal léčit následky deprese v 30. letech 20. století po Velké hospodářské krizi. Zákon od sebe oddělil komerční a investiční bankovníctví. Cílem zákona bylo zabránit hazardnímu nakládání se vklady.

Federálního rezervního systému, jsou víceméně transparentní a navíc podléhají bankovnímu dohledu. Kdežto instituce, které sice vklady nepřijímají, ale ve své podstatě to jsou také banky. Vyznačují se ale menší transparentností. Před vypuknutím krize stínové bankovníctví stálo spíše stranou, bez většího povšimnutí a zájmu odpovědných orgánů. Problematiku stínového bankovníctví vystihuje finanční nástroj známý jako cenný papír s periodicky stanoveným úrokem (auction-rate security). Poprvé byl použit v roce 1984 v bance Lehman Brothers. Postupem času se stal velice frekventovaným zdrojem financování mnoha institucí. Tento instrument fungoval v praxi asi takto: Finanční ústav, který poskytoval půjčky si sám vypůjčil finanční zdroje na dlouhou dobu. Umožňoval to zákon, díky kterému mohly být tyto finanční prostředky vázány třeba až po dobu třiceti let. Finanční instituce, která vydávala cenné papíry s periodicky stanovovaným úrokem, pořádala pro potenciální investory menší aukce (v kratších časových intervalech). Na nich tito noví investoři vydražovali právo nahradit investory, kteří již chtěli ze systému odejít. Z dražby poté následně vzešla nová úroková sazba. Ta platila až do příští aukce, kde se celý postup znovu opakoval a navíc pro objem všech investovaných prostředků v období mezi jednotlivými aukcemi. Pokud se nenašel dostatečný počet zájemců, kteří by nahradili stávající investory, aukce se za takového stavu neuskutečnila. Poté došlo ke zvýšení úrokové sazby na úroveň sazby sankční (15 %). Nicméně nikdo neočekával, že by k takové situaci vůbec někdy došlo. Cenné papíry s periodicky stanovovaným úrokem využívali jednotlivci, kteří hledali „bezpečný“ a dlouhodobě zajištěný způsob financování svých projektů a zároveň splňovaly požadavek věřitelů k okamžitému přístupu ke svým penězům. V podstatě plnili podobnou roli jako banka, tzn. okamžitý přístup k hotovosti pro ty, kdo si do banky uloží své peníze, i když v danou chvíli je většina těchto finančních prostředků investována do aktiv, které nejdou hotově vyplatit na požádání. Přesto se na první pohled zdálo, že cenné papíry s periodicky stanovovaným úrokem nabízejí oproti konvenčním bankovním produktům výhodnější podmínky. Zejména v podobě vyšších úroků, které plynuly z těchto cenných papírů investorům. Oproti tomu emitenti zase mohli vyplácet úroky nižší, než kdyby využili dlouhodobé bankovní půjčky. Protože banky jsou silně regulované instituce podléhající bankovnímu dohledu. Zákonnou povinností každé banky je disponovat značnou hotovostní rezervou, určitým objemem vlastního kapitálu a platit pojištění za vklady svých klientů. Když si žadatel o úvěr opatřil finanční prostředky skrze cenné papíry s periodicky stanovovaným úrokem, mohl veškerá regulační opatření a zejména výdaje s nimi spojené obejít. Na druhou stranu se vystavil riziku v podobě nezajištění cenných papírů bezpečnostní sítí bank. Jak se začátkem roku 2008 ukázalo, rizika spojená s těmito cennými papíry skutečně převážila na

první pohled lákavé výhody. Celý systém se zhroutil. A to se v něm pohybovalo asi 400 miliard dolarů. Jednotlivé aukce postupně selhávaly jedna za druhou. Postupně ubývali noví investoři, kteří by byli ochotni nahradit ty, co chtěli ze systému vystoupit a své peníze z něj stáhnout. Předpoklad okamžité likvidity se postupně vytrácel. Investoři pocítili, že již nemají ke svým penězům zcela volný přístup a uvědomili si, že jejich finanční prostředky jsou pravděpodobně na dlouhou dobu vázány v dlouhodobých investicích a hned tak se k nim nedostanou. Navíc každá neúspěšná aukce vytvářela zákonitě další, protože jen neracionální investor by vkládal své investice do systému, který s sebou nese takové riziko. V této situaci se nabízí paralela s rokem 1907. Před sto lety zažívaly prudkou konjunkturu tzv. trusty. Byly to instituce podobné bankám, které rovněž na první pohled nabízely mnohem výhodnější podmínky a taktéž fungovaly bez regulovaného systému. Nicméně se tyto trusty staly příčinou pozdější finanční krize. A jak je vidět, i éra „moderního“ a dokonale zabezpečeného finančního systému, kterému se podobné problémy nemohou stát, ukázala, jak křehký a zranitelný tento systém byl.⁶⁵

⁶⁵ KRUGMAN, P. (2009)

4 Důsledky a reakce na krizi, dopad na světovou ekonomiku

4.1 Důsledky a reakce na krizi

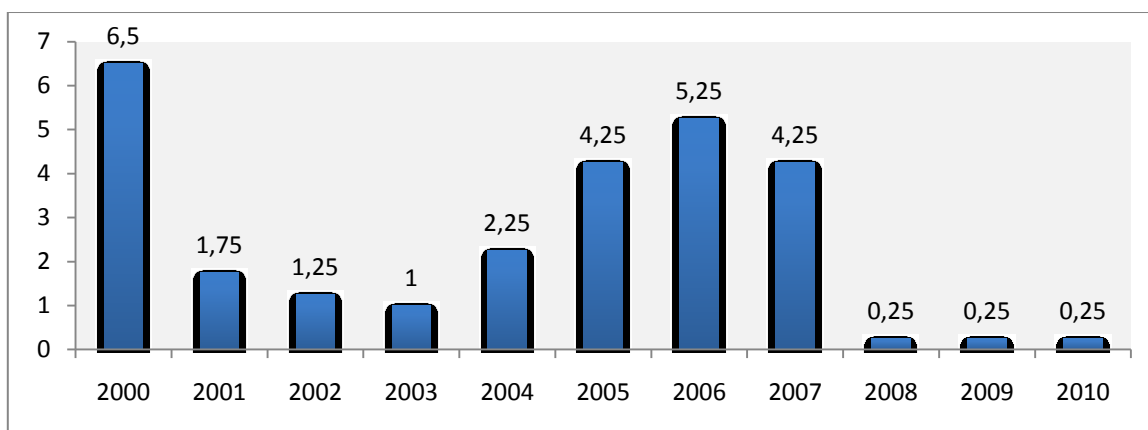
První náznaky vypuknutí finanční krize se začaly objevovat v průběhu roku 2007. Na začátku přestaly vládní agentury kupovat nejrizikovější hypotéky, poskytovatelé hypoték v té době ohlašovali ztráty. Díky splasknutí bubliny na realitních trzích se „subprime“ hypotéky a finanční instrumenty s nimi spojené staly ztrátovými. Přibližně 75 % amerických „subprime“ hypoték bylo sekuritizovaných.⁶⁶ Ztráty utrpěly rovněž podíly s nižším ratingem, což se projevilo v poklesu poptávky po těchto podílech a jejich cena šla dolů. To následně prakticky znemožnilo jejich další sekuritizaci a „subprime“ hypotéky ztratily zdroj financování. Tento výpadek na straně poptávky po nemovitostech prohloubil propad cen. Nicméně se stále předpokládalo, že senior podíly s nejvyšším ratingem, jsou dostatečně zabezpečené. Ještě v říjnu 2007 se na trhu obchodovaly za téměř nominální hodnotu. Později se ukázalo, že ani tyto, na první pohled zajištěné finanční instrumenty, nejsou bezpečné a vše co je spojeno s nemovitostmi, je rizikové. Důvodem byla velikost realitní bubliny, kdy asi 12 milionů hypoték mělo vyšší cenu, než jaká byla skutečná hodnota nemovitostí.⁶⁷

Investování do zajištěných dluhových obligací se rozšířilo nejen mezi investory ve Spojených státech, ale i ve světě (evropské banky, investiční instituce, penzijní fondy, životní pojišťovny). Když začala základní úroková sazba Fedu od roku 2004 růst (viz graf 4.1.1 níže), začala se bublina na realitním trhu splaskávat, protože tak prudké zvýšení úrokových sazeb se postupně projevilo v klesajícím počtu poskytnutých hypoték a tím pádem klesal i počet prodaných domů (graf 4.1.2). S klesající poptávkou nedošlo k tak očekávanému růstu cen na realitním trhu, a postupně se začaly objevovat problémy. Nastane-li situace úpadku dlužníka, tak pro banky většinou není problém uspokojit vlastníka cenných papírů. Ale v této situaci držely banky velké množství nemovitostí a jejich následný prodej již nebyl tak jednoduchý (navíc je třeba vzít v potaz, že v době, kdy se je snažily banky prodat, většina lidí, kteří dům chtěli, si jej pořídili v předešlých letech). Tento vývoj se následně projevil v prodloužení doby prodeje nemovitosti (viz graf 4.1.2), s čímž rostly i náklady s ním spojené.

⁶⁶ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report* [online]. 2008, [cit. 21. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/chap2.pdf>>.

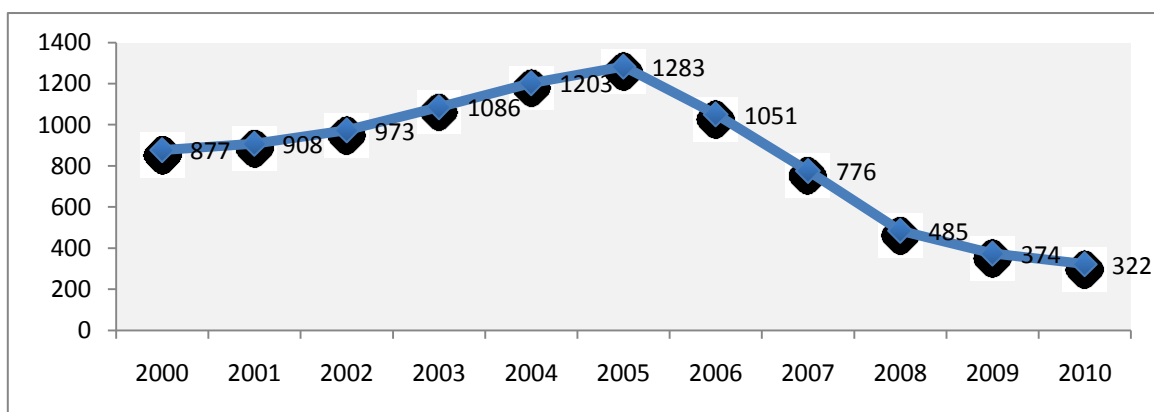
⁶⁷ KRUGMAN, P. (2009)

Graf 4.1.1 Vývoj základní úrokové sazby Fedu (v %)



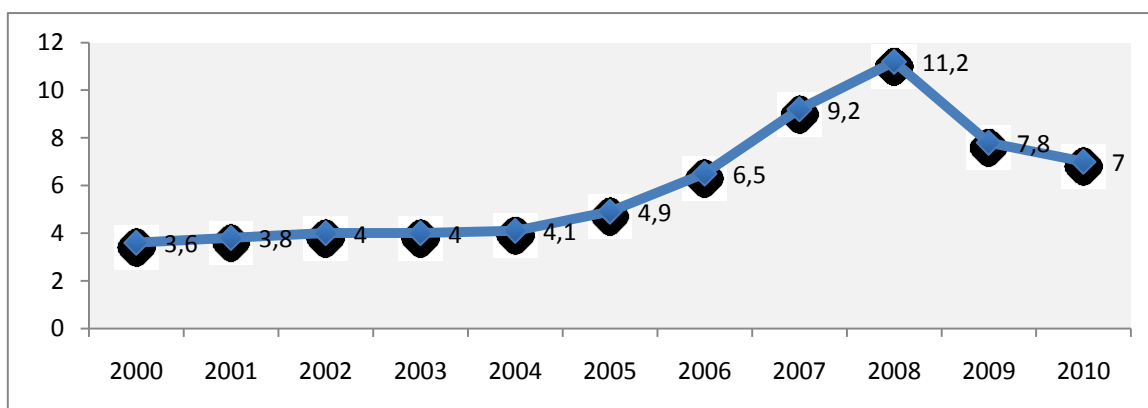
Zdroj: Federální rezervní systém USA; Euroekonom.cz; vlastní zpracování

Graf 4.1.2 Počet nových prodaných domů v USA (v tisících)



Zdroj: <http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>, vlastní zpracování

Graf 4.1.3 Doba prodeje nemovitosti v USA (v měsících)



Zdroj: <http://www.euroekonom.cz/grafy-data.php?type=usa-dobaprodejedomu-rok>; vlastní zpracování

Hromadné snahy o prodej tak velkého počtu realit vedl k poklesu jejich cen a v konečném výsledku výnosy z jejich prodeje nestačily na pokrytí původního hypotečního úvěru. Banky se tak dostaly do situace, kdy vykazovaly ztrátu (v roce 2008 tvořila ztráta banky při prodeji jednoho rodinného domu asi 15 až 20 % z původní hodnoty nemovitosti).⁶⁸ Ztráty z výnosu CDO spojené s rostoucím rizikem jejich úpadku vedl ke snížení ratingu CDO, což se projevilo v hromadném prodeji a poklesu jejich cen. Banky tlačily na hedgeové fondy k splacení svých závazků, protože i ony měly finanční prostředky investované v sekuritizovaných instrumentech, což se projevilo v poklesu jejich likvidity. Hedgeové fondy zpravidla splácely své závazky z výnosů z CDO a když jimi vlastněné CDO přestaly vyplácet úroky, dostaly se fondy do platební neschopnosti, což jen prohloubilo další pokles likvidity bankovního sektoru.⁶⁹ Tato nejistota se projevila také na světových burzách, zejména pokles akcií finančních institucí zapříčinil pokles indexů směrem dolů.

Na finančních trzích se objevila nedůvěra, protože nikdo nevěděl, kdo a v jaké míře má svém portfoliu tzv. toxický odpad. Banky si přestaly navzájem důvěřovat a tím i půjčovat a obchodovat mezi sebou. Na nedostatečnou likviditu reagovaly centrální banky zpřístupněním nouzových úvěrů. Ale každá banka, která této možnosti využila a začala čerpat tento nouzový úvěr, vlastně veřejně přiznala, že je v problémech, což vyvolalo run na banku ze strany jejich věřitelů a její stabilitu to dále zhoršovalo. V druhé polovině roku 2007 banky po celém světě vykazovaly ztráty ze „subprime“ hypoték, rostl tlak na mezibankovních trzích v důsledku nedostatku likvidity. Centrální banky byly nuceny do systému dodávat likviditu. Když např. největší francouzská banka BNP Paribas oznámila 9. srpna 2007, že pozastavuje zpětný výkup u 3 investičních fondů, z důvodu úplného nedostatku likvidity, Evropská centrální banka v ten den poskytla 95 mld. euro na zvýšení likvidity na mezibankovních trzích a dalších 108 mld. euro v následujících dnech.⁷⁰

V roce 2008 pokračovaly problémy v podobě ohlašování ztrát, poklesu cen cenných papírů a také snižování ratingu. Rovněž rostl tlak na mezibankovních trzích, snižování úrokových sazeb centrálních bank a podpora likvidity. Nicméně nedostatečná likvidita některých bank vyústila v jejich platební nesolventnost a na bankovním trhu se objevily první bankroty. Vláda Spojených států nejprve celou situaci zachraňovala. V březnu 2008 došlo k fúzi bank Bear Stearns s JP Morgan Chase. Morgan Chase zaplatil za převzetí 240 mil. dolarů, ale ještě

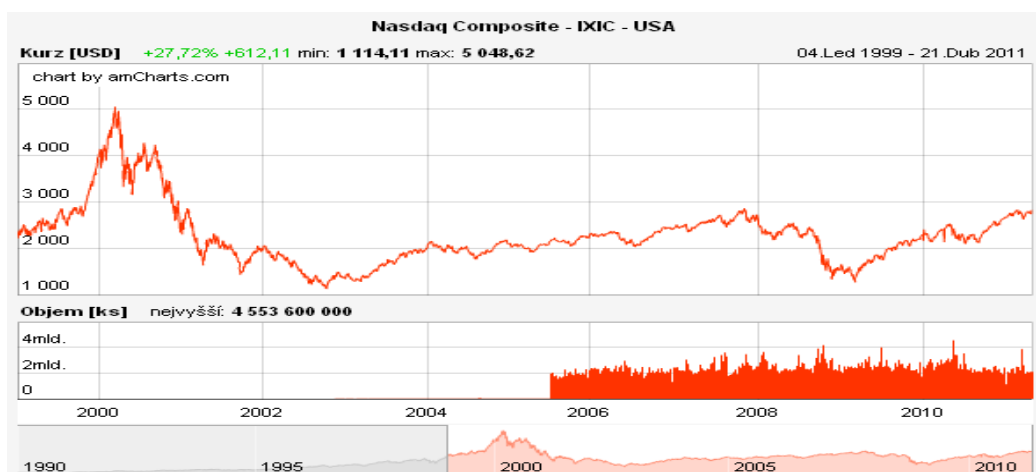
⁶⁸ EUROEKONOM: ekonomický portál. *Hypoteční krize v USA. Příčiny, průběh, následky (2díl)*. [online]. [cit. 21. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <<http://www.euroekonom.cz/analyzy-clanky.php?type=jz-usa-hypoteky2>>.

⁶⁹ MORRIS, Ch. (2009)

⁷⁰ KOHOUT, P. (2009)

začátkem roku 2007 byla hodnota Bear Stearns na trhu asi 18 mld. dolarů (banka tak během jednoho roku ztratila 98 % své hodnoty). Na této fúzi se podílelo Ministerstvo financí i Fed, který poskytl půjčku 30 mld. dolarů, na krytí méně likvidních aktiv. V srpnu byly původně státní společnosti Fannie Mae a Freddie Mac znárodněny federální vládou. Tento krok ještě více zvýšil nejistotu na finančních trzích, protože tyto korporace garantovaly hypotéky v hodnotě 6 bilionu dolarů (což tvořilo asi polovinu amerického trhu s nemovitostmi). V září 2008 vyústily problémy investiční banky Lehman Brothers k ohlášení jejího bankrotu. Po neúspěšném hledání kupce a odmítnutí pomoci ze strany Fedu, Lehman Brothers 15. 9. 2009 vyhlásil bankrot. Ministerstvo financí společně s Fedem rozhodli o neposkytnutí nouzového úvěru a nechali Lehman Brothers padnout, protože nebyla tak velká a navíc jakožto investiční banku jí odmítl zachraňovat z peněz daňových poplatníků. Tato situaci vyvrátila očekávaný předpoklad zásady „too big to fail“. Z nedůvěry na finančních trzích se tak stala panika. V tomto období následoval sled dalších podobných událostí. Bank of America převzala za 50 mld. dolarů jednu z dalších investičních bank – Merrill Lynch. Největší americká pojišťovací společnost AIG byla rovněž na pokraji krachu, té však poskytl záchrannou ruku Fed – v podobě záchranného balíčku o velikosti 85 mld. dolarů (ovšem výměnou za 80 % akcií).⁷¹ Po těchto událostech zavládl na finančních trzích ve světě chaos, např. od vyhlášení bankrotu Lehman Brothers, klesl burzovní index NASDAQ Composite⁷² o 25 % během jednoho měsíce (viz Graf 4.1.4).

Graf 4.1.4 Vývoj burzovního indexu NASDAQ Composite (leden 1999 – duben 2011)



Zdroj: <http://www.kurzy.cz/akcie-svet/index.asp?Obj=6&Act0=1&Act1=2&Act2=1>; vlastní zpracování

⁷¹ MORRIS, Ch. (2009)

⁷² NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) – je to největší elektronický burzovní trh v USA, který obsahuje více než 3900 kótovaných společností z celého světa. Je to třetí největší burza na světě a 2 ve Spojených státech. NASDAQ Composite je jedním z nejznámějších obchodovaných NASDAQ burzovních indexů (dále např. NASDAQ-100).

Paniku, která se postupně šířila skrze finanční trhy, měl zachránit vládní záchranný program, který připravoval ministr financí Spojených států Henry Paulson. Finanční trhy očekávaly, že tento program bude schválen, což se však nestalo, což se projevilo v zhroucení akciových kursů na světových burzách (viz Tabulka 4.1.1).

Tabulka 4.1.1 Zhroucení akciových kursů (světové trhy, leden – říjen 2008, z pohledu amerického dolarového investora)

Trh	Výnosová míra v procentech
Globální trh	-38,44
Evropa	-42,88
Severní Amerika	-32,36
Asie	-38,7
Rozvíjející se trhy	-50,93
USA	-31,70
Velká Británie	-41,39
Německo	-46,58
Japonsko	-30,65
Island	-80,76
Maďarsko	-62,37
Rusko	-69,34
Česko	-45,3

Zdroj: http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf; vlastní zpracování

Globální finanční krize postupně přešla z trhu amerických podřadných hypoték na akciové a později peněžní trhy, projevila se v zhroucení mezibankovních trhů, úprk investorů od rizikových instrumentů nebo teritorií. Globální finanční krize začala vykazovat charakteristické prvky nejen bankovní krize, ale zároveň i krize likvidity a krize investiční.

4.2 Dopady finanční krize v USA

V situaci, kdy se finanční trhy zmítaly v nejistotě a úpadku, byl prvním velkým impulsem ze strany vlády George Bushe plán pomoci na záchranu finančního sektoru. Schválen byl ve sněmovně reprezentantů 3. 10. 2008 až na druhý pokus, zahrnoval mj. následující:

- finanční injekce v hodnotě 700 miliard dolarů, které měly sloužit na odkup tzv. toxických aktiv,
- 250 miliard dolarů z tohoto balíčku bylo poskytnuto okamžitě, další až s dohledem a za předpokladu efektivní alokace předchozích investic,
- poskytnutí pomoci pro lidi, kteří měli problémy se splácením – v podobě výhodnějších podmínek splátkových kalendářů nebo podmínek splácení,

- omezení tzv. zlatých padáků, zejména pro vedoucí pracovníky bank (omezit vyplácení přemrštěného odstupné).⁷³

Schválení záchranného balíčku představovalo důležitý stabilizační krok pro finanční trhy, který měl odblokovat a zmírnit problémy na úvěrových trzích a zajistit silnou a zdravou ekonomiku. Nicméně akciový trh reagoval na tento balíček poklesem. Nejprve sice jemně rostly, ale ne na dlouho. Poté, co prošel záchranný balíček Sněmovnou reprezentantů, začaly akciové indexy klesat. V průběhu dalšího týdne akciové trhy oslabily nejvíce za posledních deset let. Tento průběh nebyl až tak neočekávaný, protože jakákoliv zpráva byla vnímána spíše negativně než pozitivně, což se také potvrdilo.⁷⁴ Centrální banka reagovala uvolněnou monetární politikou a postupně snižovala úrokové sazby, což je vidět i na grafu 4.1.1 výše.

Recese americké ekonomiky se např. velmi významně projevovala v automobilovém průmyslu, kdy prodeje aut klesly na 30. léta minima. Na problémy v automobilovém průmyslu reagovala vláda v podobě nízko úročených půjček pro ohrožené automobilky (např. pro Ford, General Motors, Chrysler) ve výši 25 miliard dolarů. Poté následovaly další investice na oživení tohoto průmyslu, kdy byl schválen plán na záchranu odvětví v podobě finanční výpomoci v hodnotě 15 miliard dolarů pro nejvíce ohrožené automobilky, kterým by bez vládní pomoci hrozil krach. Na konci roku 2008 Fed snížil úrokové sazby až na úroveň 0-0,25 %, jako opatření na stimulaci americké ekonomiky. Na začátku roku 2009 nastoupil do své funkce amerického prezidenta Barack Obama. Krátce po nastoupení do úřadu představil svůj protikrizový plán pomoci ekonomice z recese. Zákon na podporu ekonomiky obsahoval zejména následující:

- finanční balíček v hodnotě 787 miliard dolarů,
- vytvořit či zachránit až 4 miliony pracovních míst,
- podpora projektů v infrastruktuře, podpora zdravotnictví nebo výroby energie z obnovitelných zdrojů,
- finanční podpora vládám jednotlivých států federace,
- zavedeny další omezení pro vyplácení odměn vysoce postavených činitelů ve finančních institucích a zabránit tak zneužívání poskytnutých finančních prostředků,
- aplikace daňových úlev - jak pro jednotlivce tak podniky aj.⁷⁵

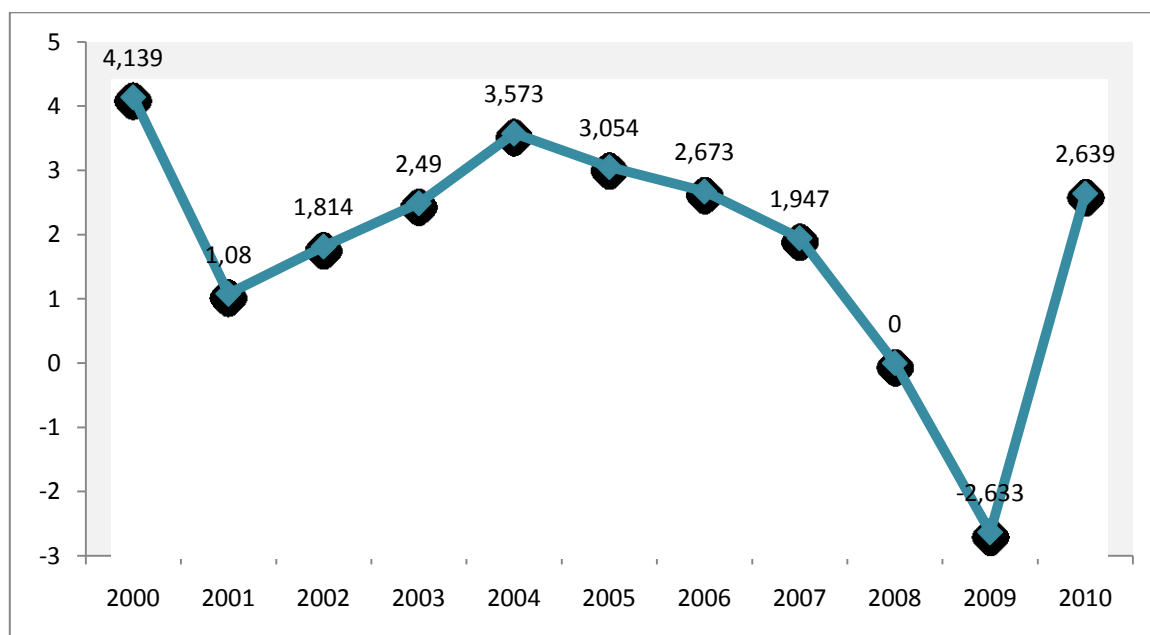
⁷³ KOHOUT, P. (2009)

⁷⁴ ONLINE ZPRÁVY HOSPODÁŘSKÝCH NOVIN, *Ekonomická krize*. [online]. [cit. 22. 4. 2011]. Dostupný z WWW:< <http://ekonomika.ihned.cz/ekonomicka-krize/>>.

⁷⁵ tamtéž

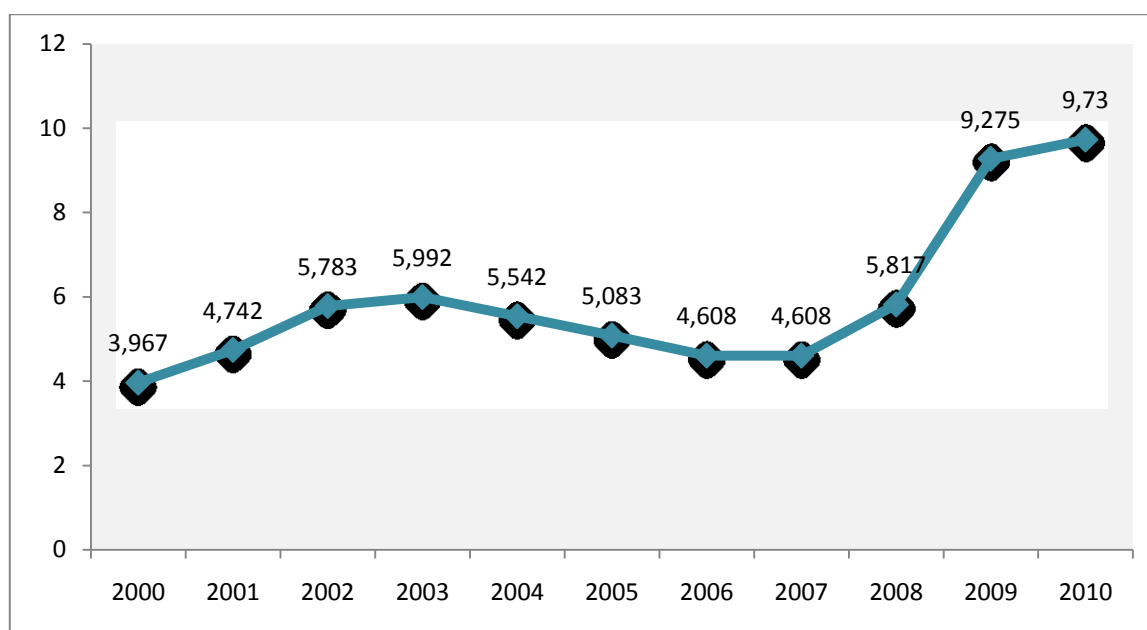
Obama argumentoval ve prospěch tak masivního zvyšování veřejných výdajů dopady probíhající recese do hospodářství, které by bez okamžité pomoci trvaly mnohem déle. I přes maximální snahu, jak ze strany vlády v podobě expanzivní fiskální politiky, tak i Fedu snižováním úrokových sazeb, americká ekonomika upadla do recese. Patrné je to na příkladu růstu hrubého domácího produktu a nezaměstnanosti (graf 4.2.1 a 4.2.2).

Graf 4.2.1 Růst HDP USA (v %)



Zdroj: MMF, převzato z: http://www.indexmundi.com/united_states/gdp_real_growth_rate.html; vlastní zpracování

Graf 4.2.2 Vývoj nezaměstnanosti USA (v %)



Zdroj: MMF, převzato z: http://www.indexmundi.com/united_states/unemployment_rate.html; vlastní zpracování

Trh práce ve Spojených státech zcela jasně poukazoval na důsledky finanční krize. Míra nezaměstnanosti poskočila skokově během jednoho roku o téměř 5 % a v říjnu 2009, poprvé od roku 1983, krátce přeskočila 10 % hranici. Vysoká nezaměstnanost se stala brzdou ekonomického oživení. Barack Obama poukazoval na úspěch podpůrného balíčku, díky kterému se americké hospodářství ještě více nepropadlo. V roce 2009 bylo dosaženo nejvyššího dna v poklesu HDP. K ustálení růstu nezaměstnanosti se obecně předpokládá 2,5 % růst HDP. I když americká ekonomika začne růst, výrazná tvorba nových pracovních míst by se měla projevit až od roku 2011. Což je dobře vidět i v grafech, kdy se sice americká ekonomika odrazila od svého dna, ale míra nezaměstnanosti je stále konstantní, spíše v roce 2010 mírně porostla. I monetární politika Fedu se snaží co nejvíce napomoci dlouhodobému oživení a růstu ekonomiky. Jak potvrdili zástupci Fedu, nepřistoupí ani v nejbližší době na zvyšování úrokových sazeb, kdy je základní úroková sazba Fedu stále na historickém minimu 0 – 0,25 %. V současnosti se již hovoří o pevnějším základu hospodářského oživení a zlepšujících se podmínkách na trhu práce. Fed nyní dokončuje přípravu programu nákupu dluhopisů za 600 miliard dolarů, čímž chce ještě více rozhybat trh s půjčkami a donutit firmy přijímat nové zaměstnance a ještě více oživit hospodářský růst.⁷⁶

⁷⁶ ONLINE ZPRÁVY HOSPODÁŘSKÝCH NOVIN, *Ekonomická krize, nezaměstnanost USA* [online]. [cit. 22. 4. 2011]. Dostupný z WWW: http://ihned.cz/index.php?q=nezam%ECstnanost+usa&sa.x=0&sa.y=0&sa=Hledat&cof=FORID%3A11&ie=w in-1250&p=000000_searchg&cx=007717710776052573340%3Afsxkjo1hvxe.

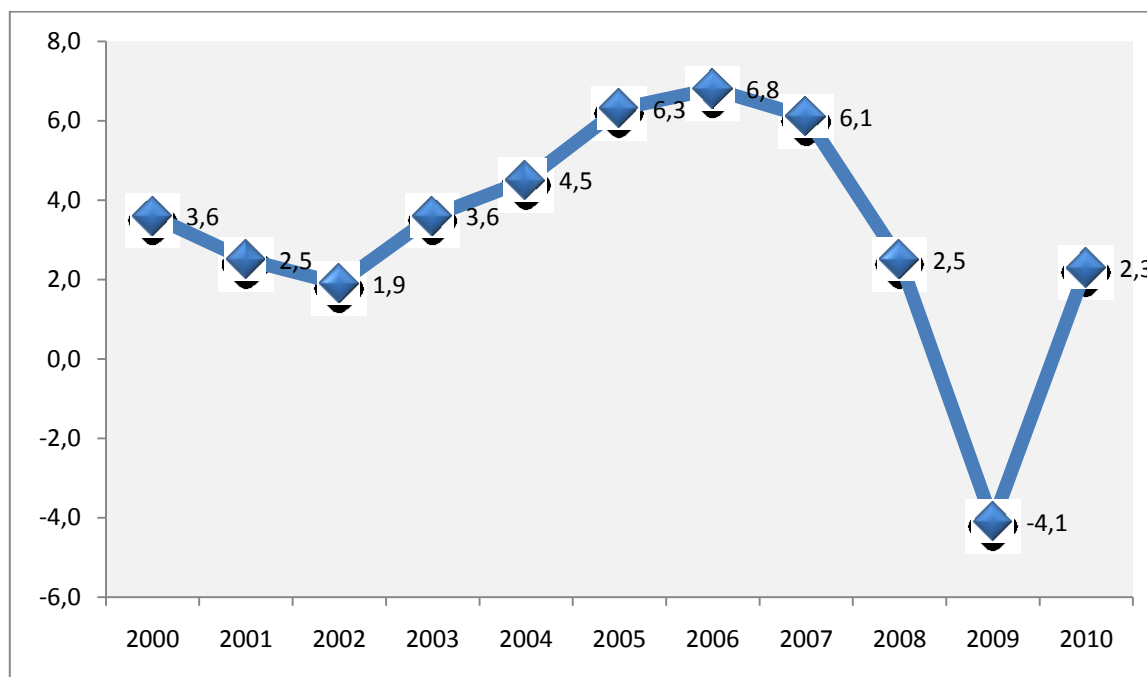
4.3 Dopady finanční krize v EU a České republice

Díky globalizace a vzájemné provázanosti finančních trhů, působilo mnoho faktorů vedoucích ke vzniku finanční krize současně jak ve Spojených státech, tak i v Evropě. Trend nízkých úrokových sazeb, úvěrová expanze a značný růst investování do rizikovějších finančních instrumentů zapříčinil téměř současné propuknutí krize. Dopady byly v jednotlivých členských státech zcela odlišné, ale to není předmětem zkoumání této podkapitoly. Spíše jen okrajově poukázat na to, jak se krize téměř současně přenesla na evropský kontinent. Dále blíže rozebrat dopady finanční krize na českou ekonomiku. Zejména jak se krize projevila ve finančním sektoru a ovlivnila hospodářský růst země a s ní spojené reakce centrální banky na udržení stabilního finančního systému.

Tak jako pokles subprime hypoték ochromil americký finanční sektor, podobný průběh byl i v Evropě. Evropské banky také držely cenné papíry spojené s rizikovými hypotékami (nebo do nich investovali prostřednictvím jiných společností). I zde se rozšířila nejistota a panika ohledně budoucího vývoje a nikdo nevěděl přesné ztráty jednotlivých subjektů, což vedlo k poklesu likvidity na finančních a mezibankovních trzích. Na nedostatek likvidity reagovala Evropská centrální banka (společně s centrálními bankami členských států) poskytnutím finančních prostředků. Zhoršující se podmínky na finančních trzích donutily ECB k uvolnění monetární politiky. Ta zareagovala snížením základní úrokové sazby až na 1 %. Podobně i centrální banky jednotlivých států reagovaly uvolněnou monetární politikou a podporovali tak finanční trhy. Turbulence, které prodělávaly finanční trhy, se poté přenesly i do reálné ekonomiky. Klesl objem spotřeby, investic a úvěrů a krize vyvolala inflační tlaky. Jednotlivé státy přijaly různé podpůrné balíčky na oživení ekonomik, což se projevilo v růstu rozpočtových schodků a zadluženosti. Problematika zadluženosti přerostla v obrovskou bublinu, kdy např. Řecko bylo na pokraji bankrotu a neobešlo bez finanční pomoci. V současnosti již ECB zvedla úrokové sazby na 1, 25 %. Růst sazeb je přijímán rozporuplně. Mezi jednoznačné zastánce patří Německo, jehož ekonomika by měla růst slušným tempem a je pro ně tudíž boj s rostoucí inflací prioritní. Naopak pro země, které se stále potýkají s problémy, by mohl systematický růst znamenat problémy.

Ekonomika České republiky před vypuknutím světové krize vykazovala poměrně dobrou trendovou kondici. HDP rostl mezi lety 2005-2007 ročně o více jak 6 % (viz graf 4.3.1).

Graf 4.3.1 Růst HDP ČR (v %)



Zdroj: Český statistický úřad; vlastní zpracování

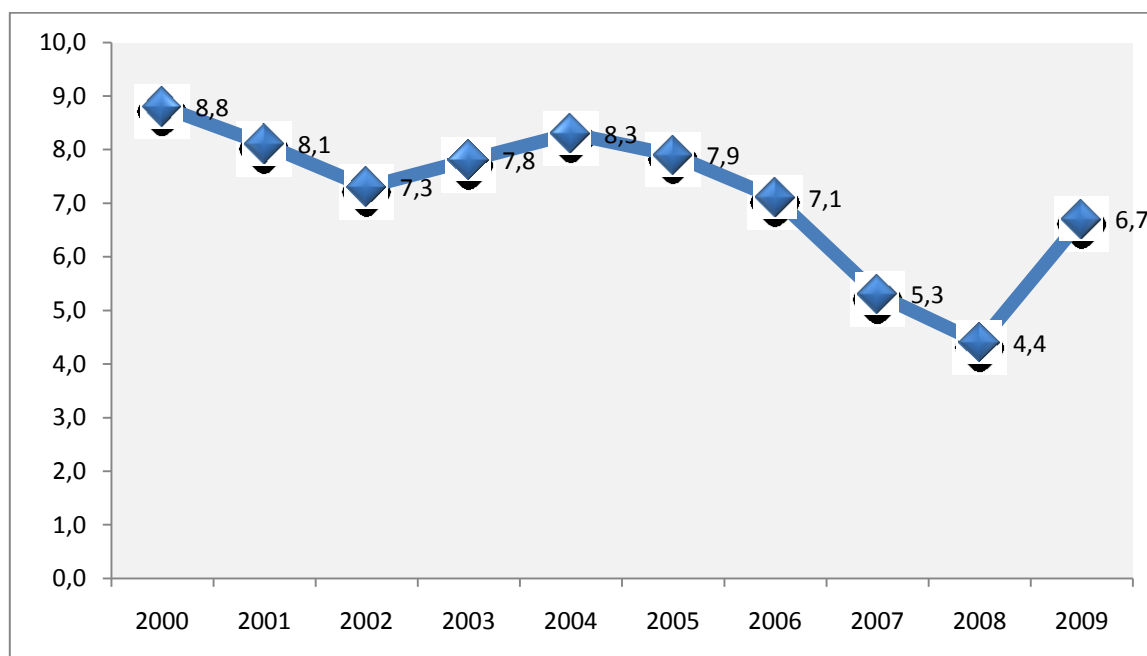
Vysoké přímé zahraniční investice podporovaly exportem taženou expanzi. Vzhledem k vysokému stupni otevřenosti české ekonomiky, se očekávala zvýšená citlivost ekonomiky na globální vývoj. Krize do ČR dorazila rychle, ale převážně jen kanálem zahraniční poptávky. Protože velká otevřenost ekonomiky znamená silný vývozní kanál a pokles zahraniční poptávky znamená výrazný propad produkce, růst nezaměstnanosti, pokles hospodářského růstu země. Důležitým aspektem byl poměrně konzervativní český finanční sektor, který se vyznačoval příznivou výchozí situací, především díky dobré kapitálové zásobě a vysokému objemu depozit. V prvním půlroce byly dopady výkyvů na světových finančních trzích v porovnání se zahraničím mírné. Po pádu Lehman Brothers došlo z důvodů zvýšené poptávky po hotovosti k jednorázovému nárůstu oběživa. Nicméně vývoj byl shodný s vývojem v eurozóně.⁷⁷ V této době začala (patřila mezi jedny z prvních CB) centrální banka snižovat úrokové sazby. Základní úroková sazba (od které se odvíjí úročení komerčních úvěrů) se postupně dostala až na své historické minimum – 0,75 % (tato hodnota je aktuální i

⁷⁷ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009*. [online]. [cit. 23. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/index.html>.

v současnosti). ČNB v roce 2008 prováděla rovněž zátěžové testy, které jen potvrdily odolnost bankovního sektoru vůči podstupovaným rizikům, i za předpokladu nastavení pesimistických scénářů do modelů. I přesto ČNB, společně s Ministerstvem financí ČR, připravila novelu zákona o bankovníctví, jejímž cílem bylo ulehčit proces navýšení kapitálu bank. Stále přetrvávala důvěra v bankovní sektor, což ukázal meziroční nárůst klientských vkladů o 8,3 %. Navíc došlo ke zvýšení limitu pojištění vkladů z 25 000 euro na 50 000 euro. Mezi nejvíce zasažené segmenty finančního trhu patřily podílové fondy. Jelikož panovaly obavy z dalších propadů cen akcií, vůbec poprvé předčila celková hodnota odkoupených podílových listů fondů, hodnotu listů prodaných, o 13 %.⁷⁸ Na konci roku 2008 se situace na trzích zklidnila, ale stále přetrvávaly obavy z budoucího vývoje, kdy se navíc ekonomické prognózy neustále přehodnocovaly spíše negativním směrem. V ekonomice byla vysoká míra nejistoty.

Rok 2009 byl spojen s ekonomickou recesí a hlubokým propadem ekonomické výkonnosti. Hlavním důvodem byl propad zahraniční poptávky, který má vždy silný vliv na otevřenou českou ekonomiku. Propad HDP byl s obvyklým časovým zpožděním doprovázen zvýšením nezaměstnanosti (graf 4.3.2).

Graf 4.3.2 Vývoj obecné míry nezaměstnanosti ČR (v %)

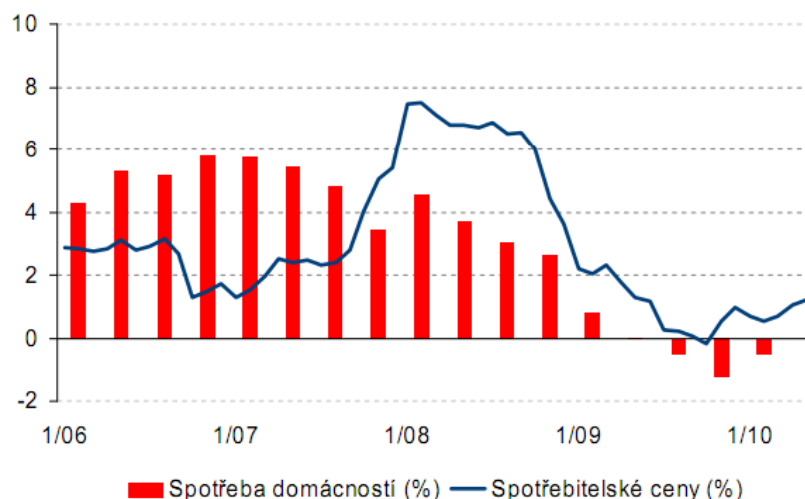


Zdroj: Český statistický úřad, vlastní zpracování

⁷⁸ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009*. [online]. [cit. 23. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/index.html>.

Inflace se během celého roku pohybovalo hluboko pod inflačním cílem ČNB, kdy v třetím čtvrtletí dokonce ceny klesaly. Na konci roku 2009 se dokonce dostala do záporných hodnot. Nakonec byla meziroční inflace v hodnotě 1 %. Nepříznivý vývoj na trhu práce se projevil i ve spotřebě domácností (viz graf 4.3.3).

Graf 4.3.3 Spotřeba domácností a inflace (v %)



Zdroj: ČNB, převzato z:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20100612_dod.pdf>.

Od 1. 1. 2010 platí nový inflační cíl ČNB na úrovni 2 % s tolerančním pásmem ± 1 %, který byl schválen už v březnu 2007. Začátkem roku přestal kurz koruny oslabovat a po rychlém posílení oproti předcházejícímu období, se rychle vrátil k svému dlouhodobému trendu. I přes zvýšenou kolísavost byl plovoucí měnový kurz výhodou, protože krizí byly nejvíce postiženy země s makroekonomickými a finančními nerovnováhami a zároveň fixním kurzem. Oslabení kurzu zčásti vyvažovalo propad zahraniční poptávky.⁷⁹ Hlavním rizikem v bankovním sektoru byl nárůst kreditního rizika, kdy jsou finanční instituce oslabené ztrátami a na trzích navíc panuje nejistota.

Česká republika je řazena spolu se Slovenskem, Slovinskem a Polskem mezi nejstabilnější ekonomiky regionu střední a východní Evropy. Ani Česká republika se však nevyhnula poklesu důvěry v region a bankovní systém. Nicméně Česká republika, jako jedná z mála

⁷⁹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Reakce měnové politiky na hospodářskou krizi*. [online]. 2010. [cit. 23. 4. 2011].

Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20100612_dod.pdf>.

zemí OECD, nemusela přijmout během finanční krize žádné opatření na podporu solventnosti bankovního sektoru. Ukázalo se, že bankovní sektor je stabilní a odolný proti vnějším šokům. ČNB zvýšila pojištění vkladů a snížila úrokové sazby, jako opatření na podporu likvidity, nicméně nebylo dosaženo nulových úrovní úrokových sazeb, jako tomu bylo jinde ve světě. ČNB prováděla detailní monitoring se zaměřením na kreditní riziko a likviditu. Oproti některým evropským centrálním bankám a ECB, nemusela použít nekonvenční nástroje měnové politiky. V současnosti představuje problém růst fiskálního deficitu a vládního dluhu, který je z dlouhodobého hlediska rizikový pro finanční stabilitu. Zvýšená zadluženost by mohla v budoucnosti způsobit nestabilitu v ekonomice a poptávka státu po úsporách vytlačit úvěry soukromého sektoru. S tím jsou spojená reformní opatření (důchodová, daňová, zdravotnická), které měly být podle původních předpokladů již všechny schváleny.

4.4 Řešení a opatření k omezení budoucích rizik

Neméně důležitou oblastí je hledání dlouhodobých řešení, které budou mít vliv na budoucí podobu a vývoj finančních trhů. Jak hospodářsko-politické autority nebo nadnárodní organizace zareagují na dopady, které s sebou finanční krize přinesla a navrhnou řešení a opatření k eliminaci budoucích rizik, které se posléze aplikují. Je důležité si z krizového vývoje vyvodit patřičné důsledky a najít chyby, které vedly k otřesům ve světové ekonomice a pokusit se tato rizika do budoucna eliminovat a zajistit tak dlouhodobou stabilitu. Jsou to zejména změny v regulaci a dohledu, zabránění vzniku systémových a vzájemně propojených poruch, které vedou ke vzniku škod, vytvoření nadnárodních institucí s možností vlivu na finanční systém. Díky neustále rostoucí globalizaci světového hospodářství a propojenosti světových trhů je nutná potřeba sladění těchto pravidel a koordinace v období krize. Ani sebelepší regulační systém však nezajistí eliminaci možných problémů. Krom toho vytváří značné dodatečné náklady a i on může způsobit nové těžkosti a problémy. Důležitý je pečlivý a uvážený výběr možných opatření a řešení. Sebedokonalejší regulační rámec nepovede automaticky k očekávaným výsledkům. Existuje celá škála návrhů na změny. Tato podkapitola se věnuje vybraným návrhům, či už přijatých opatření s významným vlivem.

4.4.1 Systém včasného varování

Současná finanční krize poukázala na nutnost zlepšení analýzy systémových rizik pro globální ekonomiku. MMF a Rada pro finanční stabilitu (viz níže) začali spolupracovat na „novém“ Systému včasného varování neboli Early Warning Exercises (MMF již dříve, po vlně finančních krizí v 90. letech vypracoval tento systém včasného varování, ale ten se zabýval

spíše měnovými krizemi), který bude testovat pravděpodobná rizika, která mají potenciál způsobit škody a hledat slabosti, které by mohly zapříčinit systémovou krizi. Následně bude navrhovat opatření na odstranění vzniklých slabostí. Systém je výsledkem snahy MMF posílit celosvětovou analýzu hospodářských a finančních rizik skrze všechny odvětví a země. Výsledky pak budou záležet na důkladné analýze všech faktorů.⁸⁰ Každá krize je sice specifická a odlišuje se od těch předchozích, ale vyznačuje se určitými společnými prvky, které je možno vypožorovat. Systémy včasného varování mohou snížit vysoké náklady spojené s globálními finančními krizemi. V současnosti se skupina nejvýznamnějších zemí světa, tzv. G20, již dohodla na tomto mechanismu, který by měl napomoci odhalit nerovnováhu v globální ekonomice a poukázat na možnost vzniku budoucích krizí. Pod silnějším dohledem se ocitne sedm zemí, které jsou považovány za systémově nejdůležitější. Jsou to Spojené státy americké, Čína, Francie, Německo, Velká Británie, Japonsko a Indie. Především se budou zkoumat hlavní ekonomické ukazatele těchto vybraných zemí, úroveň jejich zadlužení a obchodní bilance. Z dohody vyplývá, že uvedené charakteristiky podrobně přezkoumá MMF, který z nich poté vyvodí patřičné důsledky a určí, zda daná země ohrožuje globální ekonomiku. Hlavní problém je v tom, že veškerá doporučení, která z těchto šetření vzejdou, budou na bázi dobrovolnosti, tzn., že nebudou nijak vymahatelná ani závazná. Dohoda představuje další krok na cestě k vyrovnanějšímu růstu světové ekonomiky. Mechanismus kontroly hlavních ekonomických charakteristik se nebude automaticky omezovat jen na 7 vybraných zemí, ale podle potřeby i na další země. Pouze síť kontroly bude těsnější pro země, které jsou podle G20 systémově důležité.⁸¹

4.4.2 Rada pro finanční stabilitu

Finanční krize s sebou přinesla potřebu změn i z mezinárodního hlediska. Skupina zemí G20 světila globální dohled MMF a Radě pro finanční stabilitu. Jejich úkolem je vykonávat systematické analýzy, které by měly včas upozornit na možné budoucí riziko. Rada pro finanční stabilitu byla založena v roce 2009 a její náplní je koordinovat spolupráci a podporovat zavedení efektivní regulace a dohledu. Rada pro finanční stabilitu má rovněž za úkol:

⁸⁰ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Early warning exercise*. [online]. 2011. [cit. 24. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/ewe.pdf>>.

⁸¹ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *New emphasis on IMF's Global Monitoring role*. [online]. 2011. [cit. 24. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/NEW041711A.htm>>.

- posuzovat slabosti, které ovlivňují finanční systém, určovat a dohlížet na opatření při jejich řešení,
- podporovat výměnu informací mezi orgány zodpovědnými za finanční stabilitu,
- monitorovat a poskytovat pomoc při plnění regulačních norem,
- sledovat a informovat o vývoji trhu a dopadu na regulační politiku,
- podporovat vytvoření mezinárodních kolegií dohledu,
- vykonávat společné hodnocení opatření orgánů určujících mezinárodní pravidla tak, aby se zabezpečil včasný a koordinovaný postup, který bude zaměřený na prioritní a dosud neupravené oblasti,
- řídit plánování mezihraničního krizového řízení (hlavně v případě systémově důležitých společností) a
- spolupracovat s MMF na Systému včasného varování.⁸²

Členové rady mají povinnost udržovat stabilitu, otevřenost a transparentnost finančního sektoru, implementovat mezinárodní finanční standardy a zároveň souhlasili s vzájemnou kontrolou. Rada bude rovněž umožňovat vzájemnou spolupráci mezi jednotlivými zeměmi, EU, OECD, MMF, Bazilejským výborem a dalšími organizacemi, které mají významný vliv na finanční systém. Důležitou roli by měla také sehrát při vytváření konzistentního regulačního rámce, zejména v oblasti krizového managementu.

4.4.3 Nový dohled v Evropské unii

Další oblastí jsou nedostatky v regulačních pravidlech a ve vykonávání dohledu. Co se týče Evropské unie, asi největším problémem je velký počet orgánů, nepřehledná struktura, odlišné postupy a pravidla v rámci jednotlivých zemí, což se projeví v neefektivní spolupráci. Skupina kolem bývalého prezidenta MMF Jacquesa de Larosiéra byla pověřena vypracováním zprávy, která se měla stát základem pro připravované změny (obsahoval mj. i stanovisko České národní banky).

V Evropské unii vznikne *Evropský výbor pro systémová rizika*, jenž bude zaměřený na sledování makroekonomických rizik pro finanční stabilitu a *Evropský systém orgánů finančního dohledu*, který bude nasměrovaný na otázky regulace a dohledu. Budou jej tvořit 3 agentury dohlížející na banky, pojišťovny a kapitálový trh. Cílem je posilnit finanční stabilitu, zabezpečit jednotné uplatňování a prosazování základních předpisů, identifikovat rizika v systému v jejich počátečním stádiu, koordinovat úsilí v nouzových situacích a řešit spory

⁸² FINANCIAL STABILITY BOARD, *About the FSB*. [online]. 2011. [cit. 24. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <<http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate.htm>>.

mezi orgány dohledu.⁸³ Výbor pro systémová rizika by měl být nezávislý na Evropské centrální bance, měl by být jen její součástí, ale naprosto nezávislý. Podle Hospodářského a měnového výboru europarlamentu musí být supervize nad EU ještě daleko silnější, aby se neopakovala pomalá a roztržitá reakce na krizi. Česká národní banka by měla být oficiální součástí Rady pro systémová rizika, jejíž pravomocí nebude přijímat závažná rozhodnutí, ale spíše bude fungovat na principu morální a odborné autority. Pokud nebudou její doporučení přijata, musí být jasně odůvodněno, proč tomu tak nebylo.

Cílem by však mělo být zefektivnění dohledu nejdříve na národní úrovni a až poté by měla následovat tvorba nových institucí na nadnárodní úrovni, nebo změna současného uspořádání. Další neřešenou oblastí zůstává i oblast dělby nákladů.⁸⁴ Této otázce je na půdě EU věnována nedostatečná pozornost. Navíc, když dopady současné krize jsou na trhy jednotlivých členských zemí rozdílné.

4.4.4 *Garance depozit*

Návrh na harmonizaci garancí vkladů (minimálně v rámci EU) vychází rovněž z analýzy de Larosierovy skupiny.⁸⁵ V rámci vypuknutí krize byly jednotlivé vlády nuceny narychlo přijímat opatření na zvýšení garancí vkladů v bankách, aby zabránili odlivu depozit v době finanční nejistoty. Tyto problémy spojené s nedostatečnou likviditou, způsobenou runem na banky, může způsobit krach i jinak finančně zdravé instituce. Garance depozit by měla toto riziko odstranit, protože např. v rámci EU by došlo k zabránění odlivu depozit ze zemí s nižší garancí do zemí s vyšší. Pojištění by měl financovat soukromý sektor, veřejný by měl poskytnout finanční prostředky jen v krajních případech. Neméně důležitou oblastí je zvýšení povědomí garance depozit mezi vkladateli. Kromě limitu garance vkladů by měl být jasně definované i další důležité informace (jako např. termín vyplacení vkladů).

4.4.5 *Regulace ratingových agentur*

Ratingové agentury významně přispěly k průběhu současné krize, proto je jejich regulace do budoucna důležitým krokem. Současnou situaci na trhu ratingových agentur zapříčinily i změny v jeho regulaci. Když v roce 1975 vytvořila americká Komise pro cenné papíry (SEC) seznam „uznávaných a doporučovaných“ ratingových agentur, vznikl tak oligopol a

⁸³ EUROPA.EU, *Komise přijala návrhy předpisů na posílení finančního dohledu v Evropě*. [online]. [cit. 24. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1347&format=HTML&aged=1&language=CS&guiLanguage=en>>.

⁸⁴ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Autorské články a rozhovory*. [online]. [cit. 24. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090831.html>.

⁸⁵ EUROPA.EU, *Report of the de Larosière group*. [online]. 2009 [cit. 25. 4. 2011]. Dostupný z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>.

v současnosti tři největší ratingové agentury ovládají asi 98 % ratingového trhu v USA (Moody's, Standard & Poor's, Fitch). SEC vyžadovala po emitentech většinou 2 ratingy, což prakticky konkurenci mezi jednotlivými agenturami. Což vedlo k upuštění používání vlastních hodnocení namísto používání ratingu od agentur. Regulace přispěla ke vzniku konfliktu zájmů. V minulosti za rating platili investoři, kteří si vlastně kupovali informace. Za situace, kdy rating získal postavení téměř regulačního nástroje, došlo k přesunutí zájmu od investorů k emitentům. Ti mají samozřejmě zájem o co nejlepší hodnocení svých produktů a za tento rating navíc platí.⁸⁶

Cílem regulace by mělo být zvýšení spolehlivosti ratingu a zmírnění konfliktu zájmů. Dohled nad ratingem by měl být stejný v celém světě. Existuje globální dohled v podobě samoregulace pomocí Etického kodexu IOSCO (Mezinárodní organizace komise cenných papírů). Tento kodex se zaměřuje na kvalitu, nezávislost, transparentnost a monitorování ratingu. Kontrola je zajištěná ze strany agentur, které mají povinnost zveřejňovat dodržování kodexu. Většina agentur kodex přijala. V roce 2008 byl kodex modifikován s cílem snížit závislost investorů na ratingu. Změny se týkaly zveřejňování dodatečných informací o ratingu a jeho kvalitě v minulosti, aktualizace ratingu či informování o jeho omezeních. Rovněž Evropská komise se vydala cestou přísnější regulace existujících agentur. Jejím cílem je zabezpečit vysokou kvalitu ratingu, odstranit konflikty zájmů, obnovit důvěru trhu a zvýšit ochranu investorů. Agentury budou povinně zveřejňovat své metody, metodologii výpočtů, aby byly schopny prokázat, že své hodnocení vydaly na základě spolehlivých zdrojů.⁸⁷ Zveřejňováním metod a modelů se sice zvýší transparentnost, ale na druhé straně to může způsobit sjednocení modelů, což omezí snahu o inovaci a konkurenci na ratingovém trhu. Přísná regulace metodologie není nejlepším krokem, protože přesouvá část zodpovědnosti za kvalitu ratingu na regulátora. Odvětví agentur by pomohlo otevření trhu, současné kroky však tomuto nenahrávají. Úplně otevření by mohlo způsobit pokles standardů, ale při nastolení vhodných regulačních požadavků, které by sice dbaly na kvalitu metodologie, ale zároveň by umožnily lehčí vstup do odvětví.

4.4.6 Neregulované trhy

Před vypuknutím krize došlo k výraznému rozvoji neregulované a netransparentní části finančních trhů (tzv. over-the-counter, OTC). Tento sektor finančních trhů má potenciál

⁸⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Autorské články a rozhovory*. [online]. [cit. 24. 4. 2011]. Dostupný z WWW:<http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2009/cl_09_090818.html>.

⁸⁷ ONLINE ZPRÁVY HOSPODÁŘSKÝCH NOVIN, *Rating, krize a regulace*. [online]. [cit. 25. 4. 2011]. Dostupný z WWW:<http://bankovnictvi.ihned.cz/c4-10053430-41401370-900000_d-rating-krize-a-regulace>.

způsobit nestabilitu systému při problémech významnějších účastníků. Panika na derivátovém trhu při pádu Lehman Brothers měla velký podíl na odstartování finančních problémů dalších účastníků (kolaps pojišťovacího gigantu AIG). Podle zprávy OECD je nutné vymezit, které trhy mají být standardizované a regulované, ale zároveň je důležité ponechat dostatek prostoru pro finanční inovace a jejich rozvoj.⁸⁸ Určitá forma je nezbytně potřebná. Dalším řešením by mohlo být vytvoření organizované burzy, na které by působil dostatečně silný clearingový subjekt, a pak by finanční instrumenty musely splňovat dané kritéria. Takovéto trhy by mohly rovněž spadat pod kontrolu Systému včasného varování.

4.4.7 Zátěžové testy

V souvislosti se zátěžovými testy se hovoří při managementu řízení rizik. Cílem zátěžových testů je identifikovat možné problémy a předcházet jim. Současná krize ukázala slabosti metodiky výpočtů, kdy dopady byly v mnohých případech vážnější, než naznačovaly testy. Již během krize se začalo s důkladnějším vykonáváním testů a rovněž se přistoupilo ke zveřejňování výsledků. Cílem bylo obnovení důvěry v bankovní sektor. Za normálního stavu se normálně detailní výsledky nezveřejňují, protože by to mohlo vést k vytvoření problému, na něž mají testy upozornit. Za situace totální nedůvěry, kdy si banky vůbec nedůvěřovaly se tento negativní vliv v podstatě ani neměl jak projevit a proto se výsledky mohly zveřejnit. Bazilejský výbor vydal doporučení na prohloubení a posílení testování. Snahou je zvýšit používání testů a jejich integraci do kontroly rizik, zlepšit metodologii a přípravu scénářů testů a také více testovat specifické (víc rizikové) produkty.⁸⁹ Význam zátěžových testů při řízení bank i při vykonávání dohledu se bude určitě zvyšovat. ČNB provádí testování již delší dobu a v současnosti připravuje Evropská unie sjednocení pravidel. Testovat se budou jak jednotlivé banky, tak i bankovní sektor jako celek. Cílem musí být vytvořit kvalitní systém, který umožní efektivní testování a přispěje tak k eliminaci budoucích rizik. Velkou výhodou testování je, že nevychází jen z historických dat, ale snaží se modelovat možné scénáře budoucího vývoje.

4.4.8 Požadavky na kapitál

Problémy spojené s likviditou a nedostatkem kapitálu měli na krizi velký podíl. O potřebě změn kapitálové přiměřenosti tak panuje všeobecná shoda. Po vypuknutí krize neměly banky dostatečnou kapitálovou zásobu na absorbování ztrát, což se projevilo ve slabé ekonomické

⁸⁸ OECD, *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. [online]. 2009. [cit. 25. 4. 2011]. Dostupný z WWW:< <http://www.oecd.org/dataoecd/55/47/43091457.pdf>>.

⁸⁹ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Principles for sound testing and supervisit*. [online]. 2009. [cit. 26. 4. 2011]. Dostupný z WWW:< <http://www.bis.org/publ/bcbs147.pdf>>.

kapacitě, recesi a úvěrovými ztrátami. Proto jsou pro stabilnější systém potřebné změny týkající se kapitálu a likvidity. Měla by se zvýšit kvalita a kvantita kapitálu v bankovním systému, což by se posléze projevilo ve schopnosti bankovního sektoru lépe absorbovat výkyvy. Rovněž by se měly zvýšit minimální kapitálové požadavky, aby se snížila rizikovost bankovního sektoru. Důležitý je způsob přechodu na nová pravidla, změna požadavků na objem kapitálu drženého proti trhovému riziku, čímž dojde ke zvýšení minimálního poměru kapitálu vůči rizikově váženým aktivům, upravení pravidel na určování rizikovosti aktiv a kontraktů. Protože, jak se ukázalo, systém požadoval jen nízkou úroveň kapitálu oproti obchodnímu portfoliu, měl proticyklický charakter a nezachytával systémové rizika.⁹⁰ Proto se do nich dostaly méně likvidní a složitější finanční instrumenty, s kterými systém nepočítal. Nový systém by tak měl vzít do svých předpokladů nové inovace na finančních trzích a požadavky na zvýšenou stabilitu a odolnost vůči šokům.⁹¹

Také by mělo dojít k zavedení maximální povolené finanční páky. Jak krize ukázala, vysoce likvidní aktiva s nízkým rizikem se mohou časem proměnit v rizikové a nelikvidní. Prudký nárůst finanční páky podpořili i uvolněná pravidla kapitálové přiměřenosti.⁹² Přiměřená finanční páka, vyjádřená jako poměr celkových aktiv ke kapitálu, je užitečná, ale za předpokladu vhodného nastavení, který převýší cenu podstupovaného rizika. Problém je, když je páka příliš vysoká.

Rovněž bude potřebné více se věnovat systémové charakteristice rizika likvidity a vzít do úvahy finanční inovace posledních let (jako např. sekuritizaci) a zintenzivnit dohled sledující likviditu bank.⁹³ Krize rovněž ukázala, že při všeobecném poklesu cen aktiv mají banky nedostatek kapitálu, který nemohou jednoduše navyšovat, což se projeví v omezení poskytovaných úvěrů a celý mechanismus se přenesle a ovlivní ekonomiku. Tento problém se dá podle Roberta Schillera řešit vznikem finančního instrumentu, tzv. contingent capital. Je to dluhový instrument, který se v situaci finanční krize promění na běžný kapitál. Banky v takové situaci vydají jakési hybridní cenné papíry, které se budou chovat jako běžné dluhové instrumenty. A když se banka dostane do rozporu s kapitálovými požadavky a splní

⁹⁰ TURNER, A. *The Turner Review*. [online]. 2009. [cit. 26. 4. 2011]. Dostupný z WWW:<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf>.

⁹¹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Pozice České národní banky ke zprávě skupiny vedené Jacquesem de Larosiérem k dohledu nad finančním trhem v EU*. [online]. 2009. [cit. 26. 4]. Dostupný z WWW:<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2009/download/090318_de_Larosiere_pozice_CNB_cz.pdf>.

⁹² OECD, *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. [online]. 2009. [cit. 26. 4. 2011]. Dostupný z WWW:<<http://www.oecd.org/dataoecd/55/47/43091457.pdf>>.

⁹³ TURNER, A. *The Turner Review*. [online]. 2009. [cit. 26. 4. 2011]. Dostupný z WWW:<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf>.

předem stanovené podmínky, konvertibilní dluh se přemění na vlastní kapitál. Tímto mechanismem se zabezpečí automatické navýšení kapitálu banky. Ovšem vydání těchto cenných papírů by s sebou přineslo zvýšení nákladů na kapitál.⁹⁴ Záleží na tom, zda by byly banky na tento mechanismus přistoupit, nebo by se raději spolehly na státní pomoc. Důležitým bodem je výše nákladů. Podmínky by musely být přesně nastaveny, aby došlo ke spuštění jen za opravdu vhodné situace. S růstem složitostí spojených s tímto mechanismem porostou náklady jak pro banky, tak pro investory. S emisí by mohly mít problémy především menší banky, pro které by byly náklady příliš vysoké. Myšlenka tohoto mechanismu by mohla v budoucnu omezit zdroje nestability. Kromě navýšení kapitálu by navíc přispěla k vyšší bdělosti bank a akcionářů. A v případě krizové situace by nemuselo docházet k finančním pomoci ze strany státu nebo centrální banky. Ovšem zase by se jednalo o vznik dalšího složitého dluhového nástroje a právě složitý a nepřehledný mechanismus finančních machinací přispěl k vypuknutí finanční krize. Nyní je spíše aktuální cesta transparentnosti a zjednodušení celého finančního systému.

⁹⁴ SCHILLER, R. *Engineering Financial Stability*. [online]. 2010. [cit. 26. 4. 2011]. Dostupný z WWW:<<http://www.project-syndicate.org/commentary/shiller69/English>>.

5 Závěr

Cílem diplomové práce byl rozbor a analýza příčin, opatření, dopadů a možných řešení současné finanční krize.

Finanční krize je výsledkem řady, ze začátku na sobě nezávislých trendů, které se postupem času propojovaly a v konečném výsledku vedly k nárůstu informační asymetrie, opuštění dlouhodobě dodržovaných a prověřených zásad, které vyústily v destabilizaci finančního trhu Spojených států. Globalizace a rozvoj nových informačních technologií, přílišná důvěra v jejich budoucí potenciál i domácí ekonomiku, zapříčinily splasknutí akciové bubliny v USA na přelomu století. Uvolněná monetární politika Fedu, kdy docházelo ke snižování úrokových sazeb, podporovala růst další bubliny. Samotná politika Fedu by však finanční krizi nezpůsobila. Kombinace lehce dostupných finančních prostředků, levných úvěrů, slabého regulačního rámce, selhání ratingových agentur, obecné podpora spekulací ze strany státu, morálního hazardu a nárůstu stínového bankovníctví, patřily mezi hlavní příčiny vzniku realitní bubliny. Finanční instrumenty spojené se subprime hypotékami způsobily, že splasknutí realitní bubliny ochromilo finanční trh.

Krizi spustil vývoj na trhu s CDO, odkud se turbulence postupně rozšířily na celý finanční sektor a do reálné ekonomiky. Po pádu banky Lehman Brothers na finančních trzích zavládla panika a chaos a celý finanční systém se potýkal s vysokým stupněm nedůvěry. To se projevilo v problémech s nedostatkem likvidity, na což reagovaly centrální banky uvolněnou monetární politikou v podobě intervencí, snižováním úrokových sazeb a dodáváním likvidity. Ani expanzivní fiskální politika v podobě masivní finanční podpora ze strany jednotlivých států nezabránila hospodářskému propadu. Konkrétní dopady byly v jednotlivých státech rozdílné, závisely na konkrétních podmínkách v dané ekonomice. Ve Spojených státech byl nejkrizovější rok 2009. Americká ekonomika upadla do recese. Propad růstu hrubého domácího produktu se projevil na trhu práce. Vysoká nezaměstnanost se stala brzdou ekonomického oživení. V současnosti se již hovoří o pevnějším základu hospodářského oživení, stále však přetrvává vysoká míra nezaměstnanosti.

Díky globalizaci, vzájemné provázanosti finančních trhů, kdy evropské banky držely cenné papíry s rizikovými hypotékami, se finanční krize přesunula do Evropy. I Evropská centrální banka reagovala expanzivní monetární politikou a snižovala úrokové sazby. Česká republika patřila v době vypuknutí finanční krize mezi stabilnější země. Česká národní banka rovněž podporovala trh dodáváním likvidity a uvolněnější monetární politikou. Jelikož je otevřená česká ekonomika silně závislá na globálním vývoji, nevyhnula se v roce 2009, díky propadu

zahraniční poptávky, recesi a propadu ekonomické výkonnosti. Tento propad se později projevil i ve zvýšení nezaměstnanosti, nebyl však tak razantní jako ve Spojených státech.

Při hledání řešení a opatření na omezení budoucích rizik se hlavní pozornost věnuje na změny v dohledu a regulaci. Cílem je stabilní finanční systém doplněný o účinnou regulaci, vyšší transparentnost a efektivnější finanční trhy. Rovněž dochází k vytvoření nadnárodních institucí, které by měly v období krize podporovat spolupráci při regulaci a dohledu a koordinovat opatření v krizovém období. Aby byl tento systém efektivní, musí nejprve dojít k zlepšení na úrovni jednotlivých států, vyřešení otázky sdílení nákladů v rámci Evropské unie a vytvořit jednotný evropský rámec. Všeobecná shoda panuje v otázce zvýšení kvality a kvantity kapitálu v bankovním sektoru a zkvalitnění řízení likvidity. Regulace a dohled by se měl rozšířit i na neregulované trhy a reformní kroky by měly postihnout rovněž ratingové agentury. Centrální banky by měly klást zvýšený důraz na prevenci, např. v podobě kvalitnějších zátěžových testů nebo využívání systémů včasného varování. Jejich výsledky však nesmí zůstat jen v rovině doporučení nebo výzev. Všechna tato opatření by měla mít vliv na stabilnější a bezpečnější vývoj globálního finančního systému. Před uvedením do praxe je však nezbytná jejich důkladná analýza. Při správném nastavení, převýší výhody (v podobě stabilního vývoje) náklady, spojené s aplikací těchto řešení.

Seznam použité literatury

Knižní publikace

1. WOODS, Thomas E. *Příčiny krize a nápravná opatření, která jí jen zhoršují*. 1. vyd. Praha : Dokořán, 2010. 222 s. ISBN 978-80-7363-273-1.
2. FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. vyd. Všeň : Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 978-80-902831-1-4.
3. KRUGMAN, Paul. *Návrat ekonomické krize*. 1. vyd. Praha : Vyšehrad, 2009. 168 s. ISBN 978-80-7021-984-3.
4. FLECKENSTEIN, William A. *Greenspanovy bubliny: Věk ignorace v americké centrální bance*. 1. vyd. Brno : Computer Press, 2009. 167 s. ISBN 978-80-251-2605-9.
5. MORRIS, Charles R. *Ztracené miliardy dolarů: Jak levné peníze a marnotratnost zrodily velkou finanční krizi*. 1. vyd. Brno : Computer Press, 2009. 212 s. ISBN 978-80-251-2526-7.
6. KOHOUT, Pavel. *Po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1. vyd. Praha : Grada, 2009. 218 s. ISBN 978-80-247-3199-5.
7. JUROŠKOVÁ, Lenka; BAŽANTOVÁ, Ilona; URBAN, Jan a kol. 1. vyd. Praha : Karolinum, 2010. 61 s. ISBN 978-80-246-1823-4.
8. SCHIFF, Peter D.; DOWNES, John. *Důkaz pádu: Jak vydělat na hospodářském kolapsu*. 1. vyd. Brno : Computer Press, 2009. 264 s. ISBN 978-80-251-2365-2.
9. HELÍSEK, Mojmír. *Měnová krize (empirie a teorie)*. 1. vyd. Praha : Professional Publishing, 2004. 180 s. ISBN 80-86419-82-7.
10. FRAIT, J.; KOMÁREK, L.; *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*. Praha: Studie národohospodářského ústavu Josefa Hlávky, 1999. 116 s. ISBN 80-256-3492-7

Odborné články a dokumenty

11. MUSÍLEK, Petr. *Příčiny globální finanční krize a selhání regulace* [online]. Český finanční a účetní časopis. 2008, 4. Dostupné z <http://cfuc.vse.cz/media/2008/cfuc_2008-4_020.pdf>
12. SCHILLER, Robert. *Engineering Financial Stability* [online]. Project Syndicate. 2010. Dostupné z <<http://www.project-syndicate.org/commentary/shiller69/English>>
13. TURNER, Adair. *The Turner Review* [online]. The Financial Services Authority. 2009. Dostupné z <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf>
14. OECD, *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*. [online]. 2009. Dostupný z WWW:< <http://www.oecd.org/dataoecd/55/47/43091457.pdf>>.
15. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Pozice České národní banky ke zprávě skupiny vedené Jacquesem de Larosiérem k dohledu nad finančním trhem v EU*. [online]. 2009. Dostupný z WWW:<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2009/download/090318_de_Larosiere_pozice_CNB_cz.pdf>.
16. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Principles for sound testing and supervisit*. [online]. 2009. Dostupný z WWW:< <http://www.bis.org/publ/bcbs147.pdf>>.
17. EUROPA.EU, *Report of the de Larosiére group*. [online]. 2009. Dostupný z WWW:< http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>.
18. FINANCIAL STABILITY BOARD, *About the FSB*. [online]. 2011. Dostupný z WWW:<<http://www.financialstabilityboard.org/about/mandate.htm>>.
19. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Zpráva o finanční stabilitě 2008/2009*. [online]. Dostupný z WWW:<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/fs_2008-2009/index.html>.
20. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Reakce měnové politiky na hospodářskou krizi*. [online]. 2010. Dostupný z WWW:<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20100612_dod.pdf>.
21. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Early warning exercise*. [online]. 2011. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/ewe.pdf>>.
22. HLAVÁČEK, K. *Typologie a příčiny finančních krizí*. [online]. 2000. Dostupný z WWW:< <http://www.ekf.vsb.cz/cs/index.html> >.

23. MISKHIN, F. *Financial Markets and Institutions*. [online]. 2000. Dostupný z WWW:<[http://www.amazon.com/Financial-Markets-Institutions-Frederic Mishkin/dp/0321280296](http://www.amazon.com/Financial-Markets-Institutions-Frederic-Mishkin/dp/0321280296)>.
24. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *New emphasis on IMF's Global Monitoring role*. [online]. 2011. Dostupný z WWW:<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2011/NEW041711A.htm>>.
25. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report* [online]. 2008, Dostupný z WWW:<<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/chap2.pdf>>.
26. EICHENGREEN, B. *Financial crises: and what to do about them*. [online]. 2002. Dostupný z WWW:<<http://www.amazon.com/Financial-Crises-What-About-Them/dp/0199257442>>.

Internetové zdroje:

27. Webové stránky Českého statistického úřadu. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz>>.
28. Webové stránky České národní banky. Dostupné z WWW:< <http://www.cnb.cz>>.
29. Webové stránky Evropské unie. Dostupné z WWW:< <http://www.europa.eu>>.
30. Webové stránky Hospodářských novin. Dostupné z WWW:< <http://www.ihned.cz>>.
31. Webové stránky iDnes.cz. Dostupné z WWW: <<http://www.idnes.cz>>.
32. Webové stránky Euroekonom.cz. Dostupné z WWW: < <http://www.euroekonom.cz>>.
33. Webové stránky Mezinárodního měnového fondu. Dostupné z WWW:< <http://www.imf.org>>.

Seznam zkratek

ARM - hypotéky s variabilní úrokovou sazbou (Adjustace rate mortgages)

CDO - zajištěné dluhové obligace (Collateral debt obligation)

CRA - zákon o komunitním reinvestování (Community Reinvestment Act)

ČNB - Česká národní banka

ECB - Evropská centrální banka

EU - Evropská unie

FED - Federální rezervní systém

GSE - státem podporované podniky (Government sponsored enterprise)

HDP – hrubý domácí produkt

MBS - dluhopisy kryté hypotečními úvěry (Mortgage Backed Securities)

MMF – Mezinárodní měnový fond

OECD – Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....

Bielesch Marek

Adresa trvalého pobytu studenta:

Komorní Lhotka 401, 739 53